
Die Rolle von Finanzanalysten in Investmentbanken unter Berücksichtigung von Interessenkonflikten

Erörterung der finanztheoretischen, rechtlichen und organisatorischen
Rahmenbedingungen in Deutschland vor und nach dem Einbruch der
Aktienmärkte im Jahr 2000

-

Von der Fakultät für Maschinenbau, Elektrotechnik und
Wirtschaftsingenieurwesen der Brandenburgischen Technischen Universität
genehmigte Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktor der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

Diplom-Wirtschaftsmathematiker

Hagen Repke

geboren am 21. November 1970 in Berlin

Vorsitzender: Prof. Dr. D. Baier

Gutachter: Prof. Dr. W. Cezanne

Gutachter: Prof. Dr. K. Serfling

Tag der mündlichen Prüfung: 9. Januar 2007

INHALTSÜBERSICHT

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XI
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XIII
TABELLENVERZEICHNIS	XIV
LITERATURVERZEICHNIS	XV
TEIL I EINLEITUNG.....	1
1 ZIELSETZUNG DIESER ARBEIT.....	1
2 BEGRIFFSERKLÄRUNG	3
TEIL II THEORETISCHE GRUNDLAGEN	19
1 KAPITALMARKTTHEORIEN UND DIE ROLLE DER FINANZANALYSTEN.....	19
2 THEORIE DER REGULIERUNG.....	43
TEIL III INTERESSENKONFLIKTE ALS WESENTLICHER EINFLUSSFAKTOR AUF DIE OBJEKTIVITÄT VON INVESTMENTBANKENRESEARCH	49
1 INTERESSENGRUPPEN UND KONFLIKTKONSTELLATIONEN	50
2 MÖGLICHE INTERESSENKONFLIKTE FÜR ANALYSTEN IN INVESTMENT- BANKEN.....	56
3 EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN UMGANG MIT INTERESSENKONFLIKTEN IN INVESTMENTBANKEN.....	80
TEIL IV DIE SITUATION DER FINANZANALYSTEN IN INVESTMENTBANKEN VOR DEM AKTIENCRASH IM JAHR 2000	86
1 RECHTLICHE UND REGULATORISCHE RAHMENBEDINGUNGEN FÜR FINANZANALYSTEN	86
2 DIE AUFGABE DER RESEARCHABTEILUNG IN DEN INVESTMENTBANKEN	98
3 DER PROZESS DER RESEARCHERSTELLUNG UND -VERBREITUNG	102
4 DAS INTERESSENKONFLIKTMANAGEMENT DER INVESTMENTBANKEN	114
TEIL V DIE SITUATION DER FINANZANALYSTEN IN INVESTMENTBANKEN NACH DEM AKTIENCRASH IM JAHR 2000.....	144
1 AUSLÖSER DER AKTUELLEN DISKUSSION ZUR ROLLE DER FINANZANALYSTEN	144
2 ÄNDERUNGEN DER RECHTLICHEN UND REGULATORISCHEN RAHMENBEDINGUNGEN.....	147
3 DIE GEÄNDERTE FUNKTION DER RESEARCHABTEILUNG – NEUE ÖKONOMISCHE ZWÄNGE FÜR RESEARCH IN INVESTMENTBANKEN	209
4 ÄNDERUNGEN IM RESEARCHERSTELLUNGS- UND VERBREITUNGS- PROZESS	214
5 ANPASSUNGEN BEIM INTERESSENKONFLIKTMANAGEMENT DER INVESTMENTBANKEN.....	229
TEIL VI AKTUELLE UND ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN BEI DER RESEARCHERSTELLUNG AUßERHALB VON INVESTMENT- BANKEN.....	262
1 BANKENUNABHÄNGIGE ANBIETER VON RESEARCH	262
2 RESEARCHVERMITTLUNGSPLATTFORMEN	270

3	AKTIENRATING	277
4	ZUKÜNFTIGE ERFOLGSAUSSICHTEN FÜR UNABHÄNGIGE FINANZ- ANALYSTEN	282
TEIL VII ABSCHLIEßENDE WÜRDIGUNG UND ZUSAMMENFASSUNG.....		287
1	ZIELSETZUNG DER FÜR DIE REGULIERUNG ZUSTÄNDIGEN INSTITUTIONEN	287
2	NEUE VORGABEN UND UMSETZUNGSMAßNAHMEN	289
3	AUSWIRKUNGEN DER NEUEN VORGABEN UND UMSETZUNGSMAßNAHMEN	290
4	GRUNDSÄTZLICHE EMPFEHLUNGEN FÜR DIE ZUKÜNFTIGE GESTALTUNG DER RAHMENBEDINGUNGEN DER FINANZANALYSTEN	298
5	ZUSAMMENFASSUNG	300

Anlagen

ANLAGE 1 – BEISPIEL EINER RESEARCH-KONFLIKTMANAGEMENT- POLICY	307
ANLAGE 2 – EMPFEHLUNGSSYSTEME DER TOP-10-RESEARCH-INVESTMENTBANKEN IN 2001 UND 2006 FÜR AKTIEN	312
ANLAGE 3 – BEISPIEL EINES GLOBALEN UND LOKALEN DISCLOSURE ZUR OFFENLEGUNG VON INTERESSENKONFLIKTEN	313
ANLAGE 4 – NACH § 34 C WPHG DER BAFIN ANGEZEIGTE FINANZANALYSTEN.....	315
ANLAGE 5 – AUSGEWERTETER FRAGEBOGEN ZUM „UMGANG MIT INTERESSEN- KONFLIKTEN VON ANALYSTEN IN UNIVERSAL- UND INVESTMENTBANKEN“..	317
ANLAGE 6 – AUSGEWERTETER FRAGEBOGEN ÜBER „DIE ZUKUNFT DER WERTPAPIERANALYSE AUS EMITTENTENSICHT“	321

INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XI
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XIII
TABELLENVERZEICHNIS	XIV
LITERATURVERZEICHNIS	XV

TEIL I	EINLEITUNG	1
1	ZIELSETZUNG DIESER ARBEIT	1
2	BEGRIFFSERKLÄRUNG	3
2.1	Kapitalmarkt und Kapitalmarktkommunikation	3
2.2	Investmentbanken	5
2.3	Finanzanalysten, Researchstudien und Researchabteilungen	8
2.4	Integrität, Unabhängigkeit und Objektivität	12
2.5	Interessenkonflikte	13
2.6	Regulierung und Aufsicht	18
TEIL II	THEORETISCHE GRUNDLAGEN	19
1	KAPITALMARKTTHEORIEN UND DIE ROLLE DER FINANZANALYSTEN	19
1.1	Volkswirtschaftslehre	19
1.2	Vollkommene Kapitalmärkte	21
1.3	Institutionenökonomie	25
1.3.1	Der Transaktionskostenansatz	27
1.3.2	Der Prinzipal-Agenten-Ansatz	29
1.4	Der betriebswirtschaftliche Ansatz	36
1.4.1	Entscheidungskriterien	36
1.4.2	Erfolgsrechnung	37
1.5	Behavioral Finance	38
1.5.1	Heuristisch bedingte Verzerrung	39
1.5.2	Abhängigkeit vom Rahmen	42
2	THEORIE DER REGULIERUNG	43
2.1	Ökonomische Ansätze	43
2.1.1	Theorie des Marktversagens und des öffentlichen Interesses	44
2.1.2	Theorie der Vereinnahmung durch den regulierten Wirtschaftszweig	45
2.1.3	Theorie von Angebot und Nachfrage auf dem Regulierungsmarkt ...	45
2.2	Anlegerschutz als Begründung einer Regulierung	48
TEIL III	INTERESSENKONFLIKTE ALS WESENTLICHER EINFLUSSFAKTOR AUF DIE OBJEKTIVITÄT VON INVESTMENTBANKENRESEARCH	49
1	INTERESSENGRUPPEN UND KONFLIKTKONSTELLATIONEN	50
2	MÖGLICHE INTERESSENKONFLIKTE FÜR ANALYSTEN IN INVESTMENTBANKEN	56
2.1	Agency-Konflikte der Analysten	56
2.1.1	Mitarbeitergeschäfte der Analysten	57
2.1.2	Mandate und externe Auftragsbeziehungen der Analysten	58
2.1.3	Datenbeschaffung vom Emittenten	59
2.1.4	Fähigkeiten und Einsatz der Analysten	59
2.2	Agency-Konflikte der Bankbereiche mit Kundenkontakt	60
2.2.1	Wertpapierberatung	61

2.2.2	Verkaufsbereich für institutionelle Kunden (Sales).....	62
2.3	Agency-Konflikte des Researchbereichs mit anderen Bankbereichen	65
2.3.1	Research und Kundenhandel / freiwilliges Market Making	66
2.3.2	Research und Eigenhandel	67
2.3.3	Research und Strategieabteilung der Bank.....	68
2.3.4	Research und Treasury-Abteilung	69
2.3.5	Research und Vermögensverwaltung	69
2.3.6	Research und Asset Management	70
2.3.7	Research und Kreditgeschäft	72
2.4	Externe Konflikte.....	73
2.4.1	Research und allgemeine Geschäftsbeziehung zum analysierten Emittenten	73
2.4.2	Research und M&A-Mandat	74
2.4.3	Research und das Emissionsgeschäft	75
2.4.4	Research und Structured-Finance-Mandat	76
2.4.5	Research und mit Emittenten vereinbartes Market Making.....	78
2.4.6	Research für unterschiedliche Kundengruppen	78
3	EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN UMGANG MIT INTERESSENKONFLIKTEN IN INVESTMENTBANKEN.....	80
3.1	Der Markt	81
3.2	Kenntnisse der Anleger.....	82
3.3	Ethische Grundausrichtung.....	82
3.4	Freiwillige Berufs- und/oder Industriestandards.....	83
3.5	Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen	83
3.6	Offenlegung von Interessenkonflikten.....	84
3.7	Organisatorische Maßnahmen.....	84
3.8	Verbote	85
TEIL IV DIE SITUATION DER FINANZANALYSTEN IN INVESTMENTBANKEN VOR DEM AKTIENCRASH IM JAHR 2000		86
1	RECHTLICHE UND REGULATORISCHE RAHMENBEDINGUNGEN FÜR FINANZANALYSTEN	86
1.1	Globale Researchstandards	86
1.2	USA	87
1.2.1	Regeln zum Angebot von Wertpapieren.....	87
1.2.2	Anti Fraud Provision, Insiderregeln, Chinese Walls	88
1.2.3	Marktmanipulation	89
1.2.4	Regulation FD.....	90
1.3	Europäische Union.....	90
1.4	Bundesrepublik	92
1.4.1	Insiderregeln und Marktmanipulation	93
1.4.2	Wohlverhaltensregeln	93
1.4.2.1	DVFA-Standesrichtlinien.....	94
1.4.2.2	DVFA-Standards für Researchberichte am Neuen Markt.....	95
1.4.2.3	Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs.....	96
1.4.3	Organisationspflichten	97
2	DIE AUFGABE DER RESEARCHABTEILUNG IN DEN INVESTMENTBANKEN	98
2.1	Research in den 70er und 80er Jahren	99
2.2	Research in den 90er Jahren.....	100
3	DER PROZESS DER RESEARCHERSTELLUNG UND -VERBREITUNG	102
3.1	Die Entscheidung zur Aufnahme der Researchcoverage	103
3.2	Die Entscheidung über die Researcherstellung.....	105
3.3	Der Researcherstellungsprozess.....	107
3.3.1	Datensammlung	108

3.3.2	Auswertung der Daten	108
3.3.3	Ableitung einer Empfehlungsaussage	109
3.3.4	Erstellung des Researchberichts	110
3.3.5	Management Review	111
3.3.6	Information der Gesellschaft über eine anstehende Empfehlungsänderung	111
3.4	Der Researchverbreitungsprozess	111
3.4.1	Research ist kein „öffentliches Gut“	113
3.4.2	Verbot des „Dealing ahead of Research“	113
4	DAS INTERESSENKONFLIKTMANAGEMENT DER INVESTMENTBANKEN	114
4.1	Die Rolle der Geschäftsleitung	114
4.2	Die Finanzierung der Researchabteilung	115
4.3	Berichtslinien der Researchabteilung	116
4.4	Chinese Walls in Investmentbanken	117
4.4.1	Das Chinese-Wall-Konzept	118
4.4.2	Chinese Wall Crossing	123
4.4.3	Research als eigenständiger Chinese-Wall-Bereich	125
4.5	Supervisory Analyst	127
4.6	Black Out Periods	128
4.7	Die Aufgabe der Compliance-Abteilung	130
4.7.1	Organisation der Compliance-Abteilung	131
4.7.2	Das Research Clearing als Sonderfall des Conflict Clearing	132
4.7.2.1	Das Verfahren des Conflict Clearing in Investmentbanken	132
4.7.2.2	Das Verfahren des Research Clearing in Investmentbanken	135
4.7.3	Schulungsmaßnahmen	140
4.7.4	Compliance-Monitoring	140
4.7.4.1	Watch-List-Monitoring	141
4.7.4.2	Restricted-List-Monitoring	142
4.8	Die Aufgabe der Personalabteilung	143
TEIL V DIE SITUATION DER FINANZANALYSTEN IN INVESTMENTBANKEN NACH DEM AKTIENCRASH IM JAHR 2000..... 144		
1	AUSLÖSER DER AKTUELLEN DISKUSSION ZUR ROLLE DER FINANZANALYSTEN	144
2	ÄNDERUNGEN DER RECHTLICHEN UND REGULATORISCHEN RAHMENBEDINGUNGEN	147
2.1	Neue globale Standards	149
2.2	Neue Entwicklungen in den USA	151
2.2.1	SIA Code of Best Practices	152
2.2.2	NASD-/NYSE-Regeln	153
2.2.2.1	Zeitlicher Überblick der Regelungsänderungen	153
2.2.2.2	Anwendungsbereich	154
2.2.2.3	Überblick über die Sorgfalts- und Offenlegungspflichten	154
2.2.2.4	Würdigung	155
2.2.3	Global Settlement	156
2.2.3.1	Gang der Untersuchung und des Vergleichs	156
2.2.3.2	Anwendungsbereich	157
2.2.3.3	Vorgaben des Global Settlement	157
2.2.3.3.1	Zahlung von 1,4 Mrd. US\$	158
2.2.3.3.2	Strukturelle Reformen in Investmentbanken	158
2.2.3.3.3	Erweiterte Offenlegungspflichten für Research	159
2.2.3.3.4	Kostenlose Zurverfügungstellung von banken- unabhängigem Research	160
2.2.3.3.5	Anlegeraufklärung	160

2.2.3.4	Würdigung	161
2.2.4	Regulation AC	161
2.2.5	Bond Market Association	162
2.3	Neue Regelungen auf europäischer Ebene	163
2.3.1	Forum-Group-Bericht	163
2.3.1.1	Mandat der Forum Group	163
2.3.1.2	Ergebnisse der Untersuchung	164
2.3.2	Marktmissbrauchsrichtlinie („MAD“)	165
2.3.2.1	Vorgaben auf Ebene I	166
2.3.2.1.1	Persönlicher Anwendungsbereich	166
2.3.2.1.2	Sachlicher Anwendungsbereich	166
2.3.2.2	Vorgaben auf Ebene II	167
2.3.2.2.1	Anwendungsbereich	167
2.3.2.2.2	Sorgfaltspflichten	169
2.3.2.2.3	Offenlegungspflichten	169
2.3.2.3	Würdigung	172
2.3.3	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente („MIFID“)	172
2.3.3.1	Stand der Umsetzung	172
2.3.3.2	Vorgaben auf Ebene I	173
2.3.3.2.1	Anwendungsbereich	173
2.3.3.2.2	Allgemeine Vorgaben zum Umgang mit Interessen- konflikten	174
2.3.3.2.3	Ermächtigung zum Erlass von Durchführungs- bestimmungen	175
2.3.3.3	Vorgaben auf Ebene II	176
2.3.3.3.1	Anwendungsbereich	176
2.3.3.3.2	Allgemeine Vorgaben zum Umgang mit Interessen- konflikten	179
2.3.3.3.3	Zusätzliche organisatorische Anforderungen bei der Erstellung und Verbreitung von Investment Research	181
2.3.3.3.4	Vorgaben für die Weitergabe von Investment Research Dritter	185
2.3.3.3.5	Vorgaben für die Erstellung und Verbreitung von Investment Research außerhalb von Investmentfirmen	185
2.3.3.4	Würdigung	186
2.4	Neue Regelungen der UK FSA	186
2.4.1	Policy Statement der FSA zu „Conflicts of interest in investment research“	187
2.4.2	Unbundling und Soft Commissions	188
2.5	Neue Regelungen in der Bundesrepublik	191
2.5.1	Ehrenkodex	191
2.5.2	Der § 34 b WpHG nach dem 4. FFG	191
2.5.3	Bekanntmachungen und Schreiben der BaFin zum § 34 b WpHG i. d. F des 4. FFG	193
2.5.4	Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG	195
2.5.5	Verhaltenskodex der DVFA und DVFA-Research-Standards	197
2.5.6	Der § 34 b WpHG nach dem AnSVG 2004	198
2.5.6.1	Begriffsbestimmung der Finanzanalyse und Anwendungsbereich	199
2.5.6.2	Sorgfalts- und Offenlegungspflichten	201
2.5.6.3	Organisationspflichten	201
2.5.6.4	Zusammenfassung und Weitergabe von Finanzanalysen durch Dritte	202
2.5.7	Anzeigepflicht	202
2.5.8	Verdachtsanzeigen nach § 10 WpHG	203

2.5.9	Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten.....	203
2.5.10	Emittentenleitfaden der BaFin	206
2.5.11	Auslegungsschreiben der BaFin zum § 34 b WpHG i. V. m. der FinAnV	206
3	DIE GEÄNDERTE FUNKTION DER RESEARCHABTEILUNG – NEUE ÖKONOMISCHE ZWÄNGE FÜR RESEARCH IN INVESTMENTBANKEN	209
3.1	Kosteneinsparung durch Verkleinerung der Researchabteilungen.....	209
3.2	Einschränkung der Coverage sowie der öffentlichen Auftritte	210
3.3	Zentralisierung und Zusammenlegung der Researcherstellung	212
3.4	Outsourcing.....	213
4	ÄNDERUNGEN IM RESEARCHERSTELLUNGS- UND VERBREITUNGS- PROZESS	214
4.1	Die Entscheidung zur Aufnahme der Researchcoverage	215
4.2	Die Entscheidung über die Researcherstellung	217
4.3	Der Researcherstellungsprozess.....	218
4.3.1	Datensammlung	218
4.3.2	Auswertung der Daten.....	219
4.3.3	Ableitung einer Empfehlungsaussage	219
4.3.4	Erstellung des Researchberichts	220
4.3.5	Offenlegung von Interessenkonflikten	220
4.3.6	Zertifizierung	224
4.3.7	Managementfreigabe.....	225
4.3.8	Information der Gesellschaft über eine anstehende Empfehlungsänderung	226
4.4	Researchverbreitung.....	227
4.5	Die Einstellung der Researchcoverage.....	228
5	ANPASSUNGEN BEIM INTERESSENKONFLIKTMANAGEMENT DER INVESTMENTBANKEN.....	229
5.1	Die Rolle der Geschäftsleitung	229
5.2	Finanzierungsmodelle der Researchabteilung.....	230
5.2.1	Umlagefinanzierung durch alle Geschäftsbereiche	231
5.2.2	Umlagefinanzierung durch ausgewählte Geschäftsbereiche	231
5.2.3	Finanzierung durch interne direkte Verrechnung	232
5.2.4	Finanzierung durch Investoren	233
5.2.5	Finanzierung durch Emittenten.....	234
5.3	Berichtslinien der Researchabteilung	235
5.4	Chinese Walls	236
5.5	Neue Standards bei der Zusammenarbeit mit dem Investmentbanking	237
5.5.1	Informations- und Meinungsaustausch (Brainstorming)	238
5.5.2	Teilnahme an externen Konferenzen und Veranstaltungen	238
5.5.3	Teilnahme an Investmentbankingtransaktionen	239
5.5.3.1	Pitching-Phase.....	239
5.5.3.2	Vor-Marketing-Phase	241
5.5.3.3	Marketing- und Preisfindungsphase	242
5.6	Supervisory Analyst	243
5.7	Black Out Periods	243
5.8	Die Compliance-Abteilung	245
5.8.1	Vorabgenehmigung von Mitarbeitergeschäften	247
5.8.2	Monitoring der Handelsverbote und Haltefristen	247
5.8.3	Vorabgenehmigung von Mandaten	248
5.8.4	Überprüfung der Coverage-Entscheidung.....	248
5.8.5	Das Chaperoning.....	248
5.8.6	E-Mail-Monitoring	249
5.9	Neue Aufgaben für die Personalabteilung	250
5.9.1	Der Auswahlprozess für die Einstellung von Analysten	251

5.9.2	Anreizsysteme, Kompensation und vertragliche Ausgestaltung für Analysten.....	252
5.9.3	Performance-Messung	254
5.10	Die konkrete Anwendung einzelner Maßnahmen bei Interessenkonflikten	255
5.10.1	Überblick.....	256
5.10.2	Research und Treasury-Abteilung.....	257
5.10.3	Research und M&A-Mandat	258
5.10.4	Research und das Emissionsgeschäft	258
5.10.5	Research und Structured-Finance-Mandat	259
5.10.6	Abgleich von Researchstudien mit dem Investmentbanking	260
5.10.7	Research für unterschiedliche Kundengruppen	261
TEIL VI	AKTUELLE UND ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN BEI DER RESEARCHERSTELLUNG AUßERHALB VON INVESTMENTBANKEN.....	262
1	BANKENUNABHÄNGIGE ANBIETER VON RESEARCH	262
1.1	Der gegenwärtige Markt in Deutschland.....	262
1.2	Der gegenwärtige Markt in den USA	265
1.3	Die Bedeutung des Bundling für bankenunabhängige Researchanbieter.....	266
1.4	Qualitätsvergleich zwischen bankenunabhängig und in Investmentbanken erstelltem Research.....	268
2	RESEARCHVERMITTLUNGSPLATTFORMEN	270
2.1	Bestandsaufnahme	270
2.2	Vermittlungsplattformen als Vorläufer von Researchmarktplätzen	273
3	AKTIENRATING.....	277
3.1	Bestandsaufnahme	277
3.2	Die Erfolgsaussichten eines Aktienrating.....	279
4	ZUKÜNFTIGE ERFOLGSAUSSICHTEN FÜR UNABHÄNGIGE FINANZANALYSTEN	282
TEIL VII	ABSCHLIEßENDE WÜRDIGUNG UND ZUSAMMENFASSUNG.....	287
1	ZIELSETZUNG DER FÜR DIE REGULIERUNG ZUSTÄNDIGEN INSTITUTIONEN	287
2	NEUE VORGABEN UND UMSETZUNGSMAßNAHMEN	289
3	AUSWIRKUNGEN DER NEUEN VORGABEN UND UMSETZUNGSMAßNAHMEN	290
3.1	Auswirkungen auf Finanzanalysten in Investmentbanken	290
3.2	Auswirkungen auf bankenunabhängige Researchanbieter	292
3.3	Auswirkungen auf die Anleger	292
3.4	Auswirkungen auf die Emittenten	295
3.5	Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes.....	296
4	GRUNDSÄTZLICHE EMPFEHLUNGEN FÜR DIE ZUKÜNFTIGE GESTALTUNG DER RAHMENBEDINGUNGEN DER FINANZANALYSTEN	298
5	ZUSAMMENFASSUNG	300
 Anlagen		
ANLAGE 1 – BEISPIEL EINER RESEARCH-KONFLIKTMANAGEMENT- POLICY		307
ANLAGE 2 – EMPFEHLUNGSSYSTEME DER TOP-10-RESEARCH-INVESTMENTBANKEN IN 2001 UND 2006 FÜR AKTIEN.....		312
ANLAGE 3 – BEISPIEL EINES GLOBALEN UND LOKALEN DISCLOSURE ZUR OFFENLEGUNG VON INTERESSENKONFLIKTEN		313

ANLAGE 4 – NACH § 34 C WPHG DER BAFIN ANGEZEIGTE FINANZANALYSTEN	315
ANLAGE 5 – AUSGEWERTETER FRAGEBOGEN ZUM „UMGANG MIT INTERESSEN- KONFLIKTEN VON ANALYSTEN IN UNIVERSAL- UND INVESTMENTBANKEN“ ..	317
ANLAGE 6 – AUSGEWERTETER FRAGEBOGEN ÜBER „DIE ZUKUNFT DER WERTPAPIERANALYSE AUS EMITTENTENSICHT“	321

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AC	Analyst Certification
AG	Aktiengesellschaft
AIMR	Association for Investment Management and Research
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BaKred	Bundesanstalt für das Kreditwesen
BAV	Bundesanstalt für Versicherungsaufsicht
BaWe	Bundesanstalt für den Wertpapierhandel
BdB	Bundesverband deutscher Banken
BGH	Bundesgerichtshof
BMA	Bond Market Association
BörsO	Börsenordnung
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDO	Collateralized Debt Obligation
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFA	Chartered Financial Analyst
CLN	Credit Linked Notes
CSFB	Credit Swiss First Boston
DAI	Deutsches Aktieninstitut
Dax	Deutscher Aktienindex
DIRK	Deutscher Investor Relations Kreis
DJIA	Dow Jones Industrial Average
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
ECM	Equity Capital Markets
EFFAS	European Federation of Financial Analysts Societies
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EuroStoxx	DOW JONES EURO STOXX® INDEX
FD	Fair Disclosure
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FinAnV	Finanzanalyseverordnung
FSA	Financial Service Authority
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse

GAIP	German Association of Investment Professionals
ICSA	International Council of Securities Associations
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
KWG	Kreditwesengesetz
M&A	Mergers & Acquisition
MAD	Marktmissbrauchsrichtlinie (engl. Market Abuse Directive)
MDax	Deutscher Aktienindex für Midcaps
MiFID	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (engl. Markets in Financial Instruments Directive)
MTS	Mercato dei Titoli di Stato
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations System
NEMAX	Neuer-Markt-Index
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over the Counter
OXERA	Oxford Economic Research Associates
SA	Supervisory Analyst
SDax	Deutscher Aktienindex für Smallcaps
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SIA	Securities Industry Association
SRO	Self Regulatory Organization
TecDax	Deutscher Aktienindex für Technologiewerte
VV	Vermögensverwaltung
WpDRiL	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 –	Kursverlauf Dax 30 und NEMAX 50 von 1995 bis 2003.....	1
Abbildung 2 –	Kapitalmarkt und Kapitalmarktkommunikation	5
Abbildung 3 –	Verhältnis der Begriffe integer, unabhängig und objektiv	13
Abbildung 4 –	Mehrstufiger interner Interessenkonflikt bei der Researcherstellung	14
Abbildung 5 –	Externe Interessenkonflikte bei der Researcherstellung	15
Abbildung 6 –	Richtung eines Interessenkonfliktes.....	17
Abbildung 7 –	Arten von Vertragsbeziehungen bei asymmetrisch verteilten Informationen inkl. spezifischer Vertragsprobleme nach Jost.....	31
Abbildung 8 –	Der Preis der Regulierung als Gleichgewicht des Angebots und der Nachfrage.....	47
Abbildung 9 –	Mehrstufige Delegationsbeziehung bei der Erstellung von Research mit internem Interessenkonflikt	55
Abbildung 10 –	Mehrstufige Delegationsbeziehung bei der Erstellung von Research mit externem Interessenkonflikt	55
Abbildung 11 –	Einflussfaktoren auf den Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken bei der Erstellung und Verbreitung von Research	81
Abbildung 12 –	Hauptprozesse der Researcherstellung und -verbreitung.....	102
Abbildung 13 –	Teilprozesse auf den unterschiedlichen Prozessebenen der Researcherstellung und -verbreitung	103
Abbildung 14 –	Prozessschritte des Researchstellungsprozesses.....	107
Abbildung 15 –	Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss öffentlicher Informationen ...	118
Abbildung 16 –	Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss von Insiderinformationen	119
Abbildung 17 –	Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss von Insiderinformationen mit einer Chinese Wall	121
Abbildung 18 –	Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss von Insiderinformationen mit primären und sekundären Chinese Walls.....	123
Abbildung 19 –	Das Chinese-Wall-Konzept – Wall Crossing eines Händlers in den Analystenbereich.....	126
Abbildung 20 –	Das Chinese-Wall-Konzept – Wall Crossing eines Analysten auf die Private Side	127
Abbildung 21 –	Researchclearingprozess inklusive Freigabe durch den Supervisory Analyst.....	139
Abbildung 22 –	Regelungsgeflecht und -reichweite bei Research	149
Abbildung 23 –	Verhältnis der Begriffe „Investment Advice“, „Investment Research“ und „Marketing Communications“	178
Abbildung 24 –	Teilprozesse auf den unterschiedlichen Prozessebenen der Researcherstellung und -verbreitung (Änderungsbedarf nach dem Jahr 2000)	215
Abbildung 25 –	Zukunftsszenarien für die Researcherstellung	284

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 –	Geschäftsfelder von Investmentbanken	7
Tabelle 2 –	Systematisierungsmöglichkeiten für Researchstudien	9
Tabelle 3 –	Analysetechniken nach Spremann	10
Tabelle 4 –	Analysegegenstand der Researchabteilungen	11
Tabelle 5 –	Aussagefähigkeit von Analysemethoden in Abhängigkeit vom Grad der Informationseffizienz	24
Tabelle 6 –	Stufen des Lamfalussy-Verfahrens	92
Tabelle 7 –	Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs	96
Tabelle 8 –	IOSCO-Grundsätze	151
Tabelle 9 –	Wichtigste Neuerungen der NASD-/NYSE-Research- vorschriften	154
Tabelle 10 –	Payments in Global Settlement Relating to Firm Research and Investmentbanking Conflicts of Interest (alle Angaben in Mio. US\$)	158
Tabelle 11 –	Strukturelle Reformen gemäß Global Settlement	159
Tabelle 12 –	Allgemeine Prinzipien der Forum Group	165
Tabelle 13 –	Offenlegungspflichtige Interessenkonflikte gemäß Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie	170
Tabelle 14 –	Anforderungen der FinAnV	204
Tabelle 15 –	Umgang mit und Offenlegung von Interessenkonflikten gemäß FinAnV	205
Tabelle 16 –	Anzahl Researchmitarbeiter bei ausgewählten deutschen Banken in 2000 und 2003	210
Tabelle 17 –	Aktienresearchabdeckung für die Top-10- Researchinvestmentbanken	211
Tabelle 18 –	Konfliktmanagementmaßnahmen in konkreten Einzelfällen	256
Tabelle 19 –	Researchcoverage der Dax-30-, MDax- und SDax- Gesellschaften durch selbstständige und Sell-Side-Analysten ...	263
Tabelle 20 –	Emittentenhaltung zum Aktienrating-Vorhaben des DAI	281
Tabelle 21 –	Eintrittswahrscheinlichkeiten der das Research beeinflussenden Faktoren	285
Tabelle 22 –	Eintrittswahrscheinlichkeiten der unterschiedlichen Zukunftsszenarien der Researcherstellung	285

Literaturverzeichnis

- Abegglen, Sandro:** Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen, Bern: Stämpfli, 2004
- Achleitner, Ann-Kristin:** Handbuch Investment Banking, Wiesbaden: Gabler, 2002
- Achleitner, Ann-Kristin / Bassen, A. / Pietzsch, L.:** Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2001
- AIMR:** AIMR LAUNCHES INTERACTIVE, GLOBAL JOB-SEARCH SERVICE FOR INVESTMENT INDUSTRY, Pressemitteilung der AIMR vom 16.05.2000
- AIMR:** Standards of Practice Handbook, Charlottesville, VA: AIMR, 1999
- Alford, Andrew W. / Berger, Philipp G.:** A Simultaneous Equations Analysis of Forecast Accuracy, Analyst Following, and Trading Volume, in Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 14, S. 219 – 240, 1999
- Arnold, Hans:** Risikotransformation, in: Handwörterbuch der Finanzwirtschaft, hrsg. v. Hans E. Büschgen, Stuttgart 1976, Sp. 15061516
- Arnold, Michael:** Vorstand, in: Handbuch börsennotierte AG, hrsg. v. Marsch-Barner / Schäfer, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2005
- Assmann, H. D. / Schneider, H. U.:** Wertpapierhandelsgesetz, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2003
- Assmann / Cramer:** Verbot von Insidergeschäften, in: Assmann, H. D. / Schneider, H. U. (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2003
- BaFin:** Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom 25. Oktober 1999, Bundesanzeiger Nr. 210 vom 06.11.1999
- BaFin:** Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel über Anforderungen an Verhaltensregeln für Mitarbeiter der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute in Bezug auf Mitarbeitergeschäfte, 07.06.2000
- BaFin:** Bekanntmachung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Auslegung einzelner Begriffe in § 34 b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 11.03.2003
- BaFin:** Die Anforderungen der §§ 34 b, 34 c WpHG und der FinAnV an unabhängige Researchanbieter, Präsentation zur Informationsveranstaltung der BaFin (WA), 23.05.2005
- BaFin:** Emittentenleitfaden der BaFin, 15.06.2005 (2005a)
- BaFin:** Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Auslegung einzelner Begriffe des § 34 b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - Finanz), 01.09.2005 (2005b)
- BaFin:** Schreiben der BaFin an den Deutschen Sparkassen- und Giroverband u.

a. vom 07.12.2005 betreffend die Weitergabe von Analysen von Finanzinstrumenten gem. § 34 b WpHG im Finanzverbund, 2005 (2005c)

BaFin: Übernahme von Reise- und Unterbringungskosten der Wertpapieranalysten durch Emittenten im Rahmen von Analystenkonferenzen und -veranstaltungen. Schreiben an den Zentralen Kreditausschuss und den Verband der Auslandsbanken in Deutschland e. V. vom 16.12.2003

Bamberg, Günter / Spremann, Klaus (Hrsg.): Agency Theory, Information and Incentives, Berlin [u. a.]: Springer, 1989

Barber, Brad M. / Odean, Terrance: The Courage of Misguided Convictions, in: AIMR, November/Dezember 1999

Basel Committee on Banking Supervision: Compliance and the compliance function in banks, April 2005

Bednar, Michael M.: Ethikmanagement im Kapitalmarktgeschäft der Banken, in: Ethik in der Bankenpraxis, hrsg. v. Seidel, Christina / Wagner, Andreas, Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag, 2004

Berman, Mark (Hrsg.): A practitioner's guide to SEC regulation for companies outside the United States, Surrey: City & Financial Publishing, 1998

Bernheim, B. D. / Whinston, M. D.: Common Agency, in: Econometrica 54(4), 1986, S. 923–942

Bernheim, B. D. / Whinston, M. D.: Common marketing agency as a device for facilitating collusion, in: Rand Journal of Economics, Heft Nr. 16/1985, S. 269–281

BMA: Guiding Principles to Promote the Integrity of Fixed Income Research, New York [u. a.]: THE BOND MARKET ASSOCIATION, 2004

Boatright, John R.: Ethics in Finance, Oxford: Blackwell Publishing, 1999

Bondt, W. de / R. Thaler: Does the stock market overreact?, in: Journal of Finance 40/1985

Bondt, W. de / R. Thaler: Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality, in: Journal of Finance 42/1987

Bondt, W. de: Earning Forecasts and Share Price Reversals, Charlottesville, Va.: Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1992

Bornmüller, Andreas / Schnebel, Eberhard: Code of Conduct als Instrument des Wertemanagements in Banken, in: Ethik in der Bankenpraxis, hrsg. v. Seidel, Christina / Wagner, Andreas, Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag 2004

Bosch, Ulrich / Groß, Wolfgang: Das Emissionsgeschäft, Köln: Bank-Verlag, 2. Auflage 2000

Braun, U. / Vogel, C.: Wertpapieranalyse und Wohlverhaltensregeln nach § 34 b WpHG, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10/2003

Brealey, Richard A. / Myers, Steward C.: Principles of Corporate Finance, Boston, Mass. [u. a.]: McGraw-Hill, 6. Auflage 2000

-
- Brennann, Geoffrey / Buchanan, James M.:** Die Begründung von Regeln, Tübingen: J. C. B. Mohr, 1993
- Breuer, Rolf E.:** Kurzfristiger Überschwang und langfristiges Wachstum, in: Die NEW Economy Revolution, Späth, Lothar (Hrsg.), München: Econ, 2001
- Brockhaus Enzyklopädie,** Zehnter Band, Mannheim: F. A. Brockhaus, 19. Aufl. 1989
- Brockhaus, Der neue,** Vierter Band, Wiesbaden: F. A. Brockhaus, 7. Aufl. 1985
- Buckley, Adrian / Ross, Stephen A. / Westerfield, Randalph W. / Jaffe, Jeffrey F., in: Pape, Ulrich / Pfeiffer, Bernd / Serfling, Klaus (Hrsg.):** Finanzmanagement europäischer Unternehmen, London [u. a.]: McGraw-Hill, 2000
- Bühner, Rolf:** Betriebswirtschaftliche Organisationslehre, München/Wien: Oldenbourg-Verlag, 8. Auflage 1996
- Bund, Stefan:** Asset Backed Securities als strukturierte Produktalternativen auf den europäischen Bondmärkten, in: Hummel, Detlev / Breuer, Rolf-E. (Hrsg.): Handbuch europäischer Kapitalmarkt, Wiesbaden: Gabler, 2001
- Bundesgerichtshof:** Urteil vom 06.11.2003, 1 StR 24/03
- Bundesministerium der Finanzen:** Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV), in: BGBl. I, S. 3522, 17.12.2004
- Bundesregierung:** Begründung zum AnSVG – Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes, Drucksache 15/3174 vom 24.05.2004, S. 27
- Bundesverband deutscher Banken:** Der Bankenverband informiert – III/2005, Nr. 20
- Bürgers:** Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, in: Bank- und Kapitalmarktrecht 2004, S. 424
- Büschgen, H. E. / Everling, O. (Hrsg.):** Handbuch Rating, Wiesbaden: Gabler Verlag, 1996
- CESR:** Measures to Promote Market Integrity, Februar 2002
- CESR:** Seminar on Transparency, Best Execution and Market Structure, Mai 2002
- CFA:** Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations, 2004
- Coase, R. H.:** The Nature of the Firm, in: *Economica* 4/1937, S. 386
- Cole, Benjamin Mark:** Die Rattenfänger der Wall Street – Wie die Analysten die Börsenwelt manipulieren, Frankfurt am Main [u. a.]: Campus Verlag, 2002
- DAI:** Jahresbericht 2003
- Davies, Howard:** Two Cheers for Financial Stability, William Taylor Memorial Lecture, No. 9, Washington, 25th September 2005
- Deloitte Consulting:** The Cusp of a Revolution: How offshoring will transform the

financial services industry, 2003

Deutsche Bank AG: Richtlinie für die Erstellung und Veröffentlichung von Researchanalysen und Anlageempfehlungen, CIB Germany, 11.10.2005

Deutsche Börse AG: Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG, 15.07.2002

Deutsche Börse AG: Was ändert sich beim Designated Sponsor? Listen mit Designated-Sponsor-Erfordernissen, stocks & standards Nr. 7/2002

Deutsche Börse AG: Ablösung der Going Public Principles durch das Wertpapierprospektgesetz (WpPG), 01.07.2005

Deutsches Institut für interne Revision: Compliance-Organisation und Wertpapierdienstleistungsgeschäft, Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2003

Diamond, Douglas W.: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies 51/1984, S. 393–414

Diehl, U. / Loistl, O. / Rehkugler, H.: Effiziente Kapitalmarktkommunikation, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 1998

DIRK, o. A.: DIRK-Stimmungsbarometer-bankenunabhängiges Research, 02/2004, www.dirk.org

Duso, Tomaso: The political economy of the regulatory process: an empirical approach, Berlin: Humboldt-Univ., 2002

Duttweiler, Rudolf: Geldmarktgeschäfte (Treasury), in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. v. Obst / Hintner, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2000

DVFA: Standesrichtlinien der DVFA, 15.05.1995

DVFA: DVFA-Standards für Researchberichte am Neuen Markt, Juni 1999

DVFA: DVFA-Kodex für Finanzanalyse, 25.02.2003

DVFA: Europäisches Marktmodell für Research-Dienstleistungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes und Stärkung des europäischen/deutschen Kapitalmarktes, 18.06.2003

DVFA: Akkreditierung für DVFA-Research-Markt hat begonnen, Pressemitteilung vom 24.07.2003

DVFA: Standards für Researchberichte, 23.04.2004

Edwards, W.: Conservatism in Human Information Processing, in: Judgement und Uncertainty: Heuristics and Bias, hrsg. v. D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky, Cambridge [u. a.]: Cambridge Univ. Press, 1982

Ehrler, Jürgen: Compliance in Universalbanken – Strategien für das Management von Interessenkonflikten, Wiesbaden: Gabler, 1999

Eisele, Dieter: Analysten und Compliance – Verhaltensregeln für die Wertpapieranalyse, WM-Seminar, Frankfurt am Main, November 2001 (2001a)

Eisele, Dieter: Die Rolle von Investor Relations und Research – Eckpunkte für Verhaltensregeln und Compliance, in: Claussen / Loistl (Hrsg.): Das neue

Kapitalmarktrecht in Frage und Antwort, DVFA, 1995

Eisele, Dieter: Verhaltensregeln und Compliance, in: Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen: *Bankrechts-Handbuch*, München: Beck Verlag, 2. Auflage 2001

Ellenberger, Jürgen: Die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zu Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Anlageberatung, in: Wertpapier-Mitteilungen: Teil 4, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht: Sonderbeilage; Nr. 1/2001

Eppler, Martin J. / Mengis, Jaenne: Analysten in politischen und betrieblichen Entscheidungsprozessen, in: *Die Volkswirtschaft* 6/2003, S. 63–65

Ernst & Young: Compliance Benchmarking, Oktober 2005

EU-Kommission: Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. 12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, Amtsblatt der Europäischen Union, 23.12.2003

EU-Kommission: Arbeitspapier der Abteilung Binnenmarkt: „Summary of Responses to the consultation carried out by the European Commission on the report of the Forum Group on Financial Analysts“, 2004

EU-Kommission: Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente in Bezug auf bestimmte Fristen, 14.06.2005 (2005a)

EU-Kommission: White Paper (Weißbuch) on Financial Services Policy (2005–2010), 5.12.2005 (2005b)

EU-Kommission: Proposal for Commission Regulation implementing Directive 2004/39/EG of the European Parliament and of the Council as regards operating conditions for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive, 06.12.2005 (2005c)

EU-Kommission: Proposal for a Commission Directive implementing Directive 2004/39/EG of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements for investment firms, 06.12.2005 (2005d)

EU-Kommission: Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EG of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms, and defined terms for the purpose of that Directive, 06.02.2006 (2006a)

EU-Kommission: Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EG of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purpose of that Directive, 06.02.2006 (2006b)

EU-Kommission: Draft Commission Regulation implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards

record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive, 06.02.2006 (2006c)

EU-Kommission: Draft Commission Regulation implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive – Background Note, 06.02.2006 (2006d)

Europäisches Parlament / Rat: Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Amtsblatt der Europäischen Union, 12.04.2003

Europäisches Parlament / Rat: Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, Amtsblatt der Europäischen Union

Fabozzi, F. J. / Modigliani, F.: Capital Markets: Institutions and Instruments, New Jersey: Prentice Hall, 4. Auflage 1996

Fama, Eugene: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, in: Journal of Finance 25/1970

Fama, Eugene: Efficient capital Markets: II, in: Journal of Finance 46/1991

Fama, Eugene: Market Efficiency, long-term returns, and behavioral finance, in: Journal of Financial Economics 49/1998 (1998a)

Fama, Eugene: Efficiency survives the attack of the anomalies, in: GSB Chicago Alumni Magazine, (Winter):14-16, 1998 (1998b)

Federlin, Philipp: Informationsflüsse in der Aktiengesellschaft im Spannungsverhältnis zum kapitalmarktrechtlichen Verbot der unbefugten Weitergabe von Insiderinformationen, Frankfurt am Main [u. a.]: Peter Lang Verlag, 2004

Fernandez, Frank: The roles and responsibilities of securities analysts, in: SIA, Research Reports, Vol. II, Nr. 7, 2001

Forum Group: Recommendations from the Forum Group – Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market, September 2003

Frank, Ralf: Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen?, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004

Frank, Ralf: Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, in: Handbuch Investor Relations, hrsg. v. DIRK e. V., Wiesbaden: Gabler, 2004

Franke, Günther: Kreditgeschäft und Finanzmärkte, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. v. Obst / Hintner, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2000

Frey, B.: Banking and Interest Rates in a World without Money, in: Journal of Bank Research, 1970

FSA: Investment research: Conflicts & other issues, DP15, Juli 2002

-
- FSA:** *Conflicts of interest: Investment research and issues of securities*, CP205, Februar 2003 (2003a)
- FSA:** *Bundled brokerage and soft commission arrangements*, CP176), April 2003 (2003b)
- FSA:** *Conflicts of interest: Investment research and issues of securities*, CP171, Oktober 2003 (2003c)
- FSA:** *Conflicts of interest in investment research*, Policy Statement 04/6, März 2004
- FSA:** *Bundled Brokerage and Soft Commissions Arrangements: proposed rules*, CP 05/5, Mai 2005 (2005a)
- FSA:** *Bundled Brokerage and Soft Commissions Arrangements: proposed rules*, Policy Statement 9/5, Juli 2005 (2005b)
- FSA:** *Analysis of the impact of FSA's Rules on Conflicts of Interest in Investment Research*, in: Briefing Note BN010/05, 29.09.2005 (2005c)
- FSA:** *Senior Management Responsibilities: Conflict of Interest and non-standard transactions*, in: Letter to Chief Executives, 10.11.2005 (2005d)
- Gebauer, Stefan:** *Analystenregeln als Beitrag zur Verbesserung der Kapitalmarktbedingungen*, in: *Börsen-Zeitung*, 30.11.2001, S. 3
- Gebauer, Stefan:** *Compliance – Instrument der Selbstkontrolle im Unternehmen*, in: *Handbuch Investor Relations*, hrsg. v. Dirk e. V., Wiesbaden: Gabler, 2004
- Gebauer, Stefan:** *Verdachtsmitteilungen gem. § 10 WpHG – Auslegung und Umsetzung in der Praxis*, in: *Kapitalmarkt – Recht und Praxis*, hrsg. v. Kohler / Obermüller / Wittig, ZAP Verlag, 2006
- Gerke, Wolfgang:** *Private Bereicherung in spektakulärer Dimension*, in: *Handelsblatt*, Nr. 121, 29.06.1998, S. 39
- Gerke, Wolfgang / Oerke, M.:** *Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen – Eine empirische Studie*, in: *ZfB-Ergänzungsheft* 2/98, S. 1–14
- Gerke, Wolfgang / Arneth, Stefan:** *Börsenpsychologie*, in: *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, hrsg. von Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2001
- Goldberg, Joachim / Nitzsch, Rüdiger von:** *Behavioral Finance: Gewinnen mit Kompetenz*, München: FinanzBuch Verlag, 4. Auflage 2004
- Göres, Ulrich L.:** *Die Interessenkonflikte von Wertpapierdienstleistern und -analysten bei der Wertpapieranalyse*, Berlin: de Gruyter Recht, 2004
- Göres, Ulrich L.:** *Die Neuregelungen zur Finanzanalyse. Präsentation zum vbo-Erfahrungsaustausch*, 22./23.09.2005
- Göres, Ulrich L.:** *Neuregelungen der Finanzanalyse: Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Finanzanalyseverordnung und BaFin*, in: *Zeitschrift für Kreditwesen*, 59. Jg., Heft 2/2006, S. 35–40

-
- Götze, Uwe / Bloech, Jürgen:** *Investitionsrechnung*, Berlin: Springer, 2. Auflage 1995
- Graham, Benjamin / Dodd, David:** *Securities Analysis*, 1934
- Graham, Benjamin / Dodd, David:** *Geheimnisse der Wertpapieranalyse*, München: FinanzBuch Verlag, 1999
- Grosskettler, Heinz:** *Kritik der Sozialen Marktwirtschaft aus Perspektive der Neuen Institutionenökonomie*, Münster: Institut für Finanzwissenschaft, 1998
- Grower, Jim:** *Review of Investor Protection, Part 1*, 1984
- Hahn, Oswald:** *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, München/Wien: Oldenbourg-Verlag, 3. Auflage 1997
- Hardes, Heinz-Dieter / Schmitz, Frieder / Uhly, Alexandra:** *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*, München/Wien: Oldenbourg-Verlag, 8. Auflage 2002
- Harrer, Herbert:** *Going Public Principles haben ihren Zweck erfüllt*, in: *Börsen-Zeitung*, 19.07.2005, S. 19
- Harrington, Diana R. / Fabozzi, Frank J. / Fogler, H. Russell:** *The new stock market*, Chicago: Probus, 1990
- Hart, O. D.:** *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford: Oxford University Press, 1995
- Hauser, Stephanie Elisabeth:** *Informationsverarbeitung am Neuen Markt*, Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag, 2003
- Hax, Georg:** *Informationsintermediation durch Finanzanalysten: eine ökonomische Analyse*, Frankfurt am Main: Lang Verlag, 1998
- Hayek, F. A. von:** *Die Verfassung der Freiheit*, Tübingen: J. C. B Mohr, 2. Auflage 1983
- Hayek, F. A. von:** *Recht, Gesetzgebung und Freiheit. Band 3: Die Verfassung einer Gesellschaft freier Menschen*, 1981
- Hayek, F. A. von:** *The constitution of liberty*, London: Routledge & Kegan Paul, 1960
- Henze, Jana:** *Was leisten Finanzanalysten? – Eine empirische Analyse des deutschen Aktienmarktes*, Lohmar [u. a.]: Josef Eul Verlag, 2004
- Hockmann, Heinz J. / Thiessen, Friedrich (Hrsg.):** *Investment Banking*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2002
- Hopt, Klaus J.:** *Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht*, in: *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991*, hrsg. v. Kübler / Mertens / Werner, Berlin [u. a.]: deGruyter, 1991
- Hopt, Klaus J.:** *The German Two-Tier Board (Aufsichtsrat) – A German View on Corporate Governance*, in: *Comparative Corporate Governance*, Hopt/ Wymeersch (Eds.), Berlin [u. a.]: deGruyter 1997
- Hopt, Klaus J.:** *Ein Debakel à la Enron ist auch in Deutschland denkbar*, in:

Handelsblatt, 21.02.2002, S. 8

Hopt, Klaus J.: Übernahmen, Geheimhaltung, Interessenkonflikte, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 31. Jahrgang, 03/2002

Hopt, Klaus J.: Bankgeschäfte, in: *Handelsgesetzbuch*, bearb. von Klaus J. Hopt und Hanno Merkt. Begr. von Adolf Baumbach, München: Beck Verlag, 32. Auflage 2006

Huang, Scilla: Bankenregulierung und Wettbewerbsfähigkeit: eine komparative Analyse der Schweiz und der EG, Bern/Stuttgart/Wien: Haupt-Verlag, 1992

IOSCO: Statement Of Principles For Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts Of Interest, Statement of the Technical Committee of IOSCO, 25.09.2003 (2003a)

IOSCO: Report on analyst conflicts of Interest – Statement of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, 25. 09.2003 (2003b)

Jost, Peter-Jürgen (Hrsg.): Die Principal-Agency-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001

Kahneman D. / Tversky, A.: Prospect Theory: An Analysis of Decision Making under Risk, in: *Econometrica* 47, Nr. 2, 1979

Kaplan, Robert S. / Norton David S.: Balanced Scorecard, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1997

Kiehling, Hartmut: Kursstürze am Aktienmarkt, München: dtv, 2. Auflage 2000

Kienle, Christopher: Anlageberatung im Effktengeschäft, in: Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen: *Bankrechts-Handbuch*, München: Beck Verlag, 2. Auflage 2001

Kirsch, G.: Die Deregulierungsdebatte. Anmerkungen zu einem bornierten Staat, in: Schmitt, Thomas (Hrsg.): *Entstaatlichung – Neue Perspektiven auf das Gemeinwesen*, Berlin: Wagenbach Verlag, 1988

Koller, I.: in: Assmann / Schneider, U. H.: *Wertpapierhandelsgesetz*, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2003

Kopp-Colomb, von: Die neuen Regelungen zur Wertpapieranalyse in Deutschland, in: *Wertpapiermitteilungen* 13/2003, S. 609–616

Krapp, Michael: Kooperation und Konkurrenz in Prinzipal-Agent-Beziehungen, Wiesbaden: Gabler, 2000

Kruschwitz, Lutz: *Investitionsrechnung*, Berlin [u. a.]: de Gruyter, 5. Auflage 1993

Kuhn, Thomas / Weiblel, Jürgen: Notwendigkeit, Ansätze und Vorbedingungen ethikbewusster Mitarbeiterführung, in: *Die Unternehmung* 5/2003, S. 375–392

Kümpel / Assmann: Ad-hoc-Publizität, in: Assmann / Schneider, U. H.: *Wertpapierhandelsgesetz*, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2003

-
- Kümpel, Siegfried:** Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln: OVS Verlag, 2. Auflage 2000
- Kuthe, Torsten:** Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, in: ZIP 19/2004
- Lee, Yoon-Young / Nicolas, Stephanie:** Research Analyst Independence: Efforts to Eliminate Conflicts Lead to Conflicting Requirements, in: The Journal of Investment Compliance, 2003
- Lim, Terence:** Rationality and Analysts' Forecast Bias, in: The Journal of Finance 56/1999, S. 369–385
- Löffler, Gunter:** Die Verarbeitung von Gewinnprognosen am deutschen Aktienmarkt, in: zfb, Heft 2, Februar 1999
- Löffler, Gunter:** Der Beitrag von Finanzanalysten zur Informationsverarbeitung, Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag, 1998
- Loistl, Otto:** Insiderregelung und informationseffiziente Kapitalmarktregelung, in: Die Bank 8/1993, S. 468
- Loistl, Otto:** Compliance Verfahren für Research, Tagung: Theoretische Überlegungen zur Praxis der Compliance, 2000
- Loistl, Otto / Petrag, Robert:** Asset Management Standards, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2. Auflage 2002
- Loistl, Otto / Hafner, Brigitte:** Wording der Analystenempfehlungen ist an der Tätigkeit ihrer Adressaten zu bewerten, in: Die Bank 9/2002, S. 640–644
- Lösler, Thomas:** Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, Berlin [u. a.]: de Gruyter, 2003
- Lösler, Thomas:** Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 3/2005, S. 104–108
- Lüpertz, Klaus / Wetzels, Marcel:** Internetaktien, Gewinnstrategien nach dem Crash, Wiesbaden: Gabler, 2001
- Mahnhold, Thilo:** Compliance und Arbeitsrecht, Frankfurt am Main [u. a.]: Peter Lang Verlag, 2003
- Mathée, Jochen:** Chance für echtes unabhängiges Research nutzen, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004
- May, A. / Schweder-Weber, S.:** Informationsverarbeitung am Aktienmarkt. Kritischer Überblick über den Stand der Forschung, Working Paper Nr. 251, Universität Kiel, 1990
- Meinhöfel, Harald:** Defizite der Prinzipal-Agent-Theorie, Lohmar, Köln: Joseph Eul Verlag, 1999
- Menzies, Christof:** Sarbanes-Oxley Act, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2004
- Merkt, Hanno:** Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, München 2002

-
- Merrill Lynch:** *Unterlagen der New Yorker Staatsanwaltschaft zum Settlement mit Merrill Lynch, April 2002*
- Meyer, Andreas:** *Das Konzept von Börsennotierung und Aktienplatzierung, in: Handbuch börsennotierte AG, hrsg. v. Marsch-Barner / Schäfer, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2005*
- Michaelson, Lars:** *Informationsintermediation für Privatanleger am Aktienmarkt unter besonderer Berücksichtigung des Neuen Marktes, Lohmar [u. a.]: Josef Eul Verlag, 2001*
- Michaely, R. / Womack, K.:** *Conflicts of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, in: Review of Financial Studies 12/1999*
- Miller, M. H.:** *Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, in: Journal of Business 59/1986*
- Modigliani, F. / Miller, M. H.:** *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, in: American Economic Review 48/1958, S. 261–297*
- Mössl, Klaus:** *Asset Management, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. v. Obst / Hintner, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2000*
- Müller, Christina:** *Regulierung von Analysten: eine rechtsökonomische Betrachtung, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl., 2005*
- Müller, Klaus-Peter:** *Europa und die USA im Wettbewerb um Kapitalmarkteffizienz, in: Die Bank 12/2001*
- Müller-Leydig, Andreas W. W.:** *Die schwache Informationseffizienz am Neuen Markt und an der NASDAQ, Berlin, dissertation.de – Verlag im Internet, 2003*
- NASD:** *NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures, 1991*
- NASD:** *NASD Guide to Understanding Securities Analyst Recommendations, Februar 2002*
- NASD:** *Notice to Members 02/39, 2002*
- Neus, Werner:** *Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht, Tübingen: Mohr Siebeck Verlag, 3. Auflage 2003*
- Newton, Andrew:** *The Handbook of Compliance, FT Prentice Hall, 1998*
- NYSE:** *Information Memo 02-55, 29.11.2002*
- NYSE:** *Information Memo 03-36, 25.08.2003*
- NYSE:** *Information Memo 04-10, 09.03.2004*
- NYSE:** *Information Memo 05-09, 31.01.2005*
- NYSE:** *Information Memo 05-23, 06.04.2005*
- NYSE:** *Information Memo 05-34, 04.2005*
- Olsen, Trond E. / Torsvik, Gaute:** *Intertemporal Common Agency and Organizational Design: How Much Decentralization?, Working Paper No. 37, Center for Economic Studies, München 1993*

-
- Oltmanns, Michael:** Aktienrecht. Vierter Teil: Verfassung der Aktiengesellschaft, in: Heidel, Thomas (Hrsg.), Bonn: Deutscher Anwaltsverlag, 2003
- Oxford Economic Research Associates (OXERA):** Cost-benefit analysis of the FSA's policy proposition on soft commissions and bundling, März 2003
- Peltzman, S.:** Towards a more general theory of regulation, in: Journal of Law and Economics 19/1976
- Peppmeier, Arno:** Die Funktion der Analysten in der Finanzkommunikation und deren Bedeutung für die Unternehmen, in: Finanzkommunikation, hrsg. v. Rolke, L. / Wolff, V., FAZ Institut 2000, S. 147 ff.
- Pietzsch, Luisa:** Bestimmungsfaktoren der Analysten-Coverage. Eine empirische Analyse für den deutschen Kapitalmarkt, Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch Verlag, 2004
- Pike, Richard / Meerjansen, Johannes / Chadwick, Leslie:** The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany, in: Accounting and Business Research, Vol. 23, H. 92, 1993, S. 489–499
- Posner, Richard A.:** Theories of economic regulation, in: Bell Journal of Economics and Management Science 5(2)/1974
- Preusche, Reinhard:** Interessenkonfliktmanagement durch Compliance, in: Ethik in der Bankenpraxis, hrsg. v. Seidel, Christina / Wagner, Andreas, Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag, 2004
- Quitau, Jörn:** Handeln Wirtschaftssubjekte rational? Empirische Evidenz aus Internet-Auktionen, Deutsche Bank Research, Research Notes Nr. 12, 09.11.2004
- Ramakrishnan, R. T. S. / Thakor, A. V.:** Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation, in: Review of Economic Studies 51/ 1984, S. 415–432
- Rawls, John:** Politischer Liberalismus, Frankfurt am Main: Suhrkamp, 2003
- Rolke, L. / Wolff, V.:** Finanzkommunikation, FAZ Institut 2000
- Rosen, Rüdiger von / Gerke, Wolfgang:** Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, Frankfurt am Main/Nürnberg, Mai 2001
- Rosen, Rüdiger von:** Corporate Governance: Eine Bilanz, in: Die Bank 4/2001
- Rosen, Rüdiger von:** Startschuss für Aktienrating, Pressemitteilung des DAI, 04.12.2003
- Sauermann, S.:** Unternehmensinternes M&A-Management: Organisatorische Gestaltungsalternativen, Wiesbaden: European Business School, 2000
- Scheider, Helmut:** Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, München: R. Oldenbourg Verlag, 3. Auflage 1998
- Scheider, Stefan:** Demografie Spezial – Spürbare Rentenlücken trotz Reform, Deutsche Bank Research, Nr. 312, 12.01.2005, www.dbresearch.de
- Scherbina, Anna:** Analyst Disagreement, Mispricing and Liquidity. Präsentation auf dem CFSforum, Frankfurt am Main, 30.08.2004

-
- Schilder, Jörg:** Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Augsburg: Nomos, 2005
- Schlienkamp, Christoph:** Fundamentale Aktienanalyse, in: Handbuch Investor Relations, hrsg. v. DIRK e. V., Wiesbaden: Gabler, 2004
- Schlote, Klaus:** Unabhängiges Research schafft Mehrwert, in: Börsen-Zeitung, Nr. 95, 20.05.2005, S. B8
- Schmidt, Götz:** Grundlagen der Aufbauorganisation, Wiesbaden: Verlag Dr. Götz Schmidt, 3. Auflage 1995
- Schmitz, Roland:** Entscheidung – BGH, 6.11.2003 – 1 StR 24-03- Zur strafrechtlichen Einordnung des „Scalping“, in: Juristen-Zeitung: Jg. 59, 2004, Nr. 10, S. 522
- Schneider, Uwe H.:** Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, in: ZIP 2003, S. 645 ff.
- Scholz, Christian:** Personalmanagement: informationsorientierte und verhaltenstheoretische Grundlagen, München: Verlag Vahlen, 4. Auflage 1994
- Schwetzler, Bernhard:** Bewertung von Wachstumsunternehmen, in: Achleitner, Ann-Kirstin / Bassen, Alexander (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2001
- Schwintek, Sebastian:** Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Neuregelungen im Wertpapierhandelsgesetz, Stuttgart: Dt. Sparkassen-Verlag, 2005
- SEC:** Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information. A Report by the Division of Market Regulation, March 1990
- SEC:** Ten of Nation's Top Investment Firms Settle Enforcement Actions involving Conflicts of Interest Between Research and Investment Banking, Presseerklärung, 28.04.2003
- SEC:** Global Research Settlement, Interpretive Guidance, 07.06.2004
- Seidel, Christian / Wagner, Andreas (Hrsg.):** Ethik in der Bankenpraxis, Frankfurt am Main: Bankakademie-Verlag, 2004
- Serfling, Klaus:** Controlling, Stuttgart, Berlin, Köln: Kohlhammer, 2. Auflage 1992
- Shefrin, Hersh:** Börsenerfolg mit Behavioral Finance, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2000
- SIA:** Best Practise for Research, Research Reports, Vol. II, No. 7, 22.08.2001
- SIA:** White Paper for the Securities Industry Association, January 5, 2000. Updated by SIA Staff, October 14, 2003
- Sinkey, Joseph F.:** Commercial Bank Financial Management, New Jersey: Prentice Hall, 5. Auflage 1998
- Skiles, Marilyn:** After the Bubble Has Burst: New Rules for Research Analysts

and Research Related Conflicts of Interest, in: ICSA Research Series, 2003,
<http://www.icsa-intl.com/pdf/Analystx.pdf>

Sommer, Ulf: Nach der Blase ist vor der Blase, in: Handelsblatt,
04./05./06.03.2005, S. 2 ff.

Sparrow, Malcolm K.: *The Regulatory Craft – Controlling Risks, Solving Problems, and Managing Compliance*, Brookings Institution Press 2000

Spatt, Chester S.: Speech by SEC Staff: Conflicts of Interest in Asset Management, New York, 12.05.2005

Speyer, Bernd: Reform der EU-Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen: Zwischenbericht, EU-Monitor Nr. 4 des Deutsche Bank Research, August 2003

Spindler, Gerald: Unternehmensorganisationspflichten: zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte, Köln, Berlin, Bonn, München: Heymann, 2001

Spindler, Gerald: Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, in: Neue Juristische Wochenschrift 48/2004, S. 3449

Spremann, Klaus: Investition und Finanzierung, München/Wien: Oldenbourg-Verlag, 3. Auflage 1990

Spremann, Klaus: Informationseffizienz von Kapitalmärkten: verschiedene Perspektiven, Vortrag Bendorf, 2001

Spremann, Klaus: *Modern Finance*, München/Wien: Oldenbourg-Verlag, 2. Auflage 2005

Staut, Wieland: Technische Analyse, in: Handbuch Investor Relations, hrsg. v. DIRK e. V., Wiesbaden: Gabler, 2004

Steiger, Max: Corporate Governance, in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, hrsg. v. Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2001

Stein, von J. H.: Organisationstheoretische Grundlagen für die Bankorganisation, in: Handbuch Bankorganisation, hrsg. von v. Stein, J.H.; Terrahe, J., Wiesbaden: Gabler, 1991

Steuer, Stephan / Roszbach, Oliver: § 34b WpHG n. F. als Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB?, in: Kapitalmarkt – Recht und Praxis, hrsg. v. Kohler / Obermüller / Wittig, ZAP Verlag 2006

Stigler, G. J.: The Theory of economic regulation, in: Bell Journal of Economics and Management Science 2(3)/1971

Stillhart, Georg: Theorie der Finanzintermediation und Regulierung von Banken, Bern [u. a.]: Haupt-Verlag, 2002

Strauch, Mark: Platzierung und Börsenzulassung im Ausland, in: Handbuch börsennotierte AG, hrsg. v. Marsch-Barner / Schäfer, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2005

Süchting, Joachim: Finanzmanagement, Wiesbaden: Gabler, 5. Auflage 1991

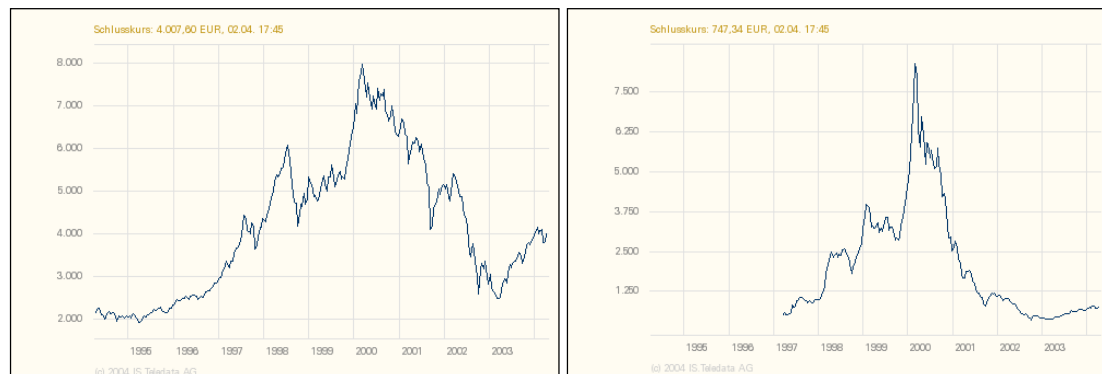
-
- Tversky A. / Kahneman, D.:** *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in: *Science, New Series*, Volume 185, Issue 4157, 1979
- UK Treasury:** *UK Financial Services and Markets Act 2000*
- Vickrey, W.:** *Counterspeculation and Competitive Sealed Tenders*, in: *Journal of Finance* 16(1)/1961
- Weber, Ahrend:** *Bankgeheimnis*, in: *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, hrsg. v. Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2001
- Weimann, Stephan:** *„Interessenkonflikte im Bereich der Wohlverhaltenspflichten nach WpHG“*, Dissertation, Uni Potsdam, 2001
- Wieswede, Günther:** *Einführung in die Wirtschaftspsychologie*, München: Reinhardt, 3. Aufl. 2000
- Wilkes, F.:** *John Rawls „Theorie der Gerechtigkeit“ und Ronald Dworkin „These der Rechte“*, Frankfurt am Main [u. a.]: Lang-Verlag, 1997
- Womack, K. L.:** *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, in: *Journal of Finance* 1996
- Zippelius, Reinhold:** *Juristische Methodenlehre*, München: Beck-Verlag, 8. Auflage 2003
- Zweifel, Peter / Eisen, Roland:** *Versicherungsökonomie*, Berlin [u. a.]: Springer, 2. Auflage 2003

Teil I Einleitung

1 Zielsetzung dieser Arbeit

Der weltweite Kursverfall an den Aktienmärkten, beginnend im Frühjahr des Jahres 2000, katapultierte Finanzanalysten und ihre Rolle am Kapitalmarkt ins Blickfeld der Öffentlichkeit¹. Seither wird insbesondere die Frage der Unabhängigkeit und Integrität von Sell-Side-Analysten in Investmentbanken diskutiert sowie das Geschäftsmodell der Investmentbanken kritisiert bzw. teilweise in Frage gestellt². Verstärkt wurde die Skepsis der Investoren und Regulatoren gegenüber den Investmentbanken und den bei ihnen beschäftigten Analysten durch spektakuläre Zusammenbrüche von Unternehmen, die zuvor massiv von Analysten empfohlen worden waren³.

Abbildung 1 – Kursverlauf Dax 30 und NEMAX 50 von 1995 bis 2003



Quelle: www.comdirect.de

¹ Vgl. o. A.: „Spitzer triumphiert einmal mehr – Wall Street muss ‚Betrug‘ eingestehen“, in: Börsen-Zeitung, 05.04.2003, oder u. a. Göres 2004, S. 2 (Fn. 3)

² Vgl. u. a. Kuckelkorn: „Kontroverse um US-Analysten verschärft sich; Initiative von SEC und Kongress erwartet; Mangelnde Unabhängigkeit untergräbt Glaubwürdigkeit – Selbstregulierung oder Gesetzesänderung?“, in: Börsen-Zeitung, 29.05.2001, oder bspw. Magsamen: „Arbeitsumfeld der Analysten im Visier – BaFin beäugt Einladungsreisen und thematisiert Interessenkonflikte – Rundschreiben beschäftigt Verbände“, in: Börsen-Zeitung, 22.01.2004, S. 3

³ Zum jetzigen Zeitpunkt erscheint der Vergleich von Citigroup mit WorldCom-Investoren über US\$ 2,65 Mrd. vom Mai 2004 (vgl. <http://www.worldcomlitigation.com/html/citisettlementm.html>) als herausragendes Beispiel für die Schwierigkeiten, in die sich die Investmentbanken mit ihren Researchaktivitäten in den 90er Jahren und 2000 gebracht haben. Der Vergleich resultiert aus Investorenvorwürfen, dass der Citigroup-Staranalyst Jack Grubman mit seinen Researchaussagen („WorldCom ist eine robuste Gesellschaft“) für die Verluste von Anlegern verantwortlich war; vgl. auch White, Ben: „Citigroup to Pay WorldCom Investors \$2.65 Billion“, in: Washington

Jedoch gibt es bis heute keinen schlüssigen Nachweis für die Behauptung, dass die Sell-Side-Analysten der Investmentbanken tatsächlich wider besseres Wissen und auf breiter Front Aktien im eigenen Interesse oder dem der Banken „hochgejubelt“ haben⁴. So wurde in Deutschland kein einziger Fall manipulativen Researchs öffentlich bekannt. Andererseits haben Analysten in US-amerikanischen Investmentbanken nachgewiesenermaßen Empfehlungen in vereinzelten Fällen wider besseres Wissen abgegeben⁵. Das Bekanntwerden dieser Einzelfälle hat verständlicherweise ein erhebliches Echo in der Öffentlichkeit und in der Folge ein Nachdenken über die Rolle von Sell-Side-Analysten in Investmentbanken ausgelöst.

Die seitdem in Gang gekommene Diskussion in Theorie und Praxis zeigt sehr deutlich, dass Sell-Side-Analysten erheblichen Interessenkonflikten ausgesetzt sein können, die durchaus das Potenzial haben, die Erstellung von objektivem Research zu behindern.

Seit dem Einbruch der Aktienmärkte hat sich daher eine Reihe von neueren Arbeiten mit Themen wie i) den rechtlichen und regulatorischen Entwicklungen auf dem Gebiet der Finanzanalyse in Deutschland und den USA⁶, ii) rechtsökonomischen Betrachtungen der Wirkungsweise von Analysten⁷, iii) der Prognosegenauigkeit von Analysten⁸, iv) den Determinanten der Analystenbetreuung (Coverage)⁹ und v) der Aufgabe von Analysten im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation¹⁰ beschäftigt.

Nach Kenntnis des Autors fehlt jedoch bis heute eine umfassende Darstellung und Diskussion i) der konkreten Interessenkonflikte, denen „Sell Side“-

Post, 11.05.2004, http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A15902-2004May10_2.html

⁴ Vgl. Reis, Karl Eugen: „Die Unabhängigkeit des Analysten“, in: Börsen-Zeitung, 17.11.2000. Der Autor ist Leiter des Research der DG Bank und Vorstandsmitglied der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V. (DVFA).

⁵ Vgl. O. A.: „Merrill Lynch geht es an den guten Ruf – Die New Yorker Investmentbank muss sich unter anderem für ‚irreführende Ratings‘ rechtfertigen – Seine Vorwürfe hat Staatsanwalt Spitzer minutiös dokumentiert“, in: Börsen-Zeitung, 08.05.2002

⁶ Vgl. Göres 2004 für Deutschland und die USA, vgl. Schilder 2005 für Deutschland nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, vgl. dazu auch Schwintek 2005 und Göres 2006

⁷ Vgl. z. B. Müller 2005

⁸ Vgl. z. B. Henze 2004

⁹ Vgl. z. B. Pietzsch 2004

¹⁰ Vgl. z. B. Löffler 1998, vgl. Achleitner / Bassen / Pietzsch 2001

Analysten in Investmentbanken ausgesetzt sein können, ii) der möglichen Wirkung der konkreten Konflikte auf das Empfehlungsverhalten der Analysten, iii) des Einflusses der neuen regulatorischen Maßnahmen auf die Praxis der Analystentätigkeit in Investmentbanken und den Kapitalmarkt seit dem Jahr 2000, iv) der tatsächlich zur Verfügung stehenden und eingesetzten organisatorischen Maßnahmen zum Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken sowie v) der Entwicklungen im Bereich der bankenunabhängigen Anbieter von Research. Es ist daher erklärtes Ziel dieser Arbeit, die genannten fünf Themenbereiche umfassend zu beschreiben, zu systematisieren und kritisch zu diskutieren sowie Empfehlungen für zukünftige Maßnahmen auszusprechen.

2 Begriffserklärung

2.1 Kapitalmarkt und Kapitalmarktkommunikation

Unter dem Begriff Kapitalmarkt wird der Einfachheit halber im Folgenden die Gesamtheit der internationalen und nationalen Geld-, Wertpapier-, Kredit- und Zins-, aber auch der Derivate- und Terminmärkte in organisierter, d. h. in Form von Börsen, und nicht organisierter Form, also in Form von OTC-Märkten und elektronischen Handelsplattformen, verstanden¹¹.

Will man Kapitalmärkte umfassend beschreiben, erfordert dies u. a. i) eine Untersuchung der Funktion des Marktes, ii) der gehandelten Instrumente, iii) der Marktteilnehmer sowie iv) der Teilnehmer der Kapitalmarktkommunikation. Zu den Kapitalmarktteilnehmern sind im Wesentlichen die Investoren, die Emittenten sowie die Finanzintermediäre zu zählen.

Unter Kapitalmarktkommunikation wird hier der gezielte Austausch von kapitalmarktrelevanten Informationen verstanden¹². Unter dem Begriff „kapitalmarktrelevante Information“ sollen diejenigen Informationen

¹¹ Eine ähnliche Definition findet sich bei Kämpel (2000), der allerdings Terminmärkte nicht unter den Begriff des Kapitalmarktes fasst.

¹² Ähnlich bei Achleitner / Bassen / Pietzsch 2001

subsumiert werden, die die Investitionsentscheidungen von Investoren am Kapitalmarkt beeinflussen können¹³. Als Kapitalmarktkommunikatoren werden in der Literatur häufig die folgenden Teilnehmer genannt¹⁴:

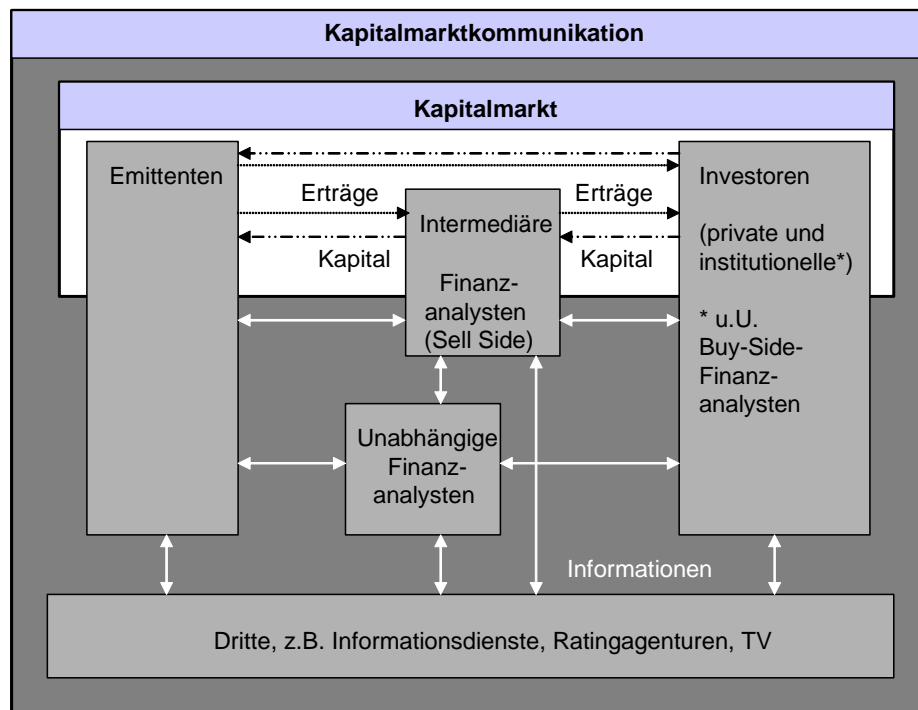
- (1) Emittenten
- (2) Institutionen (z. B. Börsen, Nationalbanken)
- (3) Ratingagenturen und Wirtschaftsprüfer
- (4) Finanzanalysten
- (5) Forschungsinstitute
- (6) Finanzintermediäre (z. B. Banken)
- (7) Finanz- und Wirtschaftsjournalisten und Informationsdienste
- (8) Investoren

Die genannten Teilnehmer zeichnen sich dadurch aus, dass sie regelmäßig kapitalmarktrelevante Informationen unter Nutzung unterschiedlicher Medien (Presse, TV, E-Mail, Telefon, Meetings etc.) an den Kapitalmarkt weitergeben bzw. darüber austauschen. Das Zusammenspiel von Kapitalmarktkommunikation und Kapitalmarkt sowie die Position der selbstständigen, der Buy-Side- und der Sell-Side-Finanzanalysten sind in der folgenden Abbildung übersichtshalber dargestellt.

¹³ Der Begriff der kapitalmarktrelevanten Information soll dabei nicht zu eng gefasst, insbesondere nicht auf den Begriff der Insiderinformation gemäß § 13 WpHG reduziert werden. Vielmehr sollen auch nicht erheblich kursrelevante Informationen unter den Begriff fallen.

¹⁴ Vgl. Müller 2001, S. 840; Rolke / Wolff 2000, S. 21 und S. 60; Diehl / Loistl / Rehkugler 1998, S. 5

Abbildung 2 – Kapitalmarkt und Kapitalmarktkommunikation



Quelle: Eigene Darstellung

Im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation sind für die Rolle der Finanzanalysten vor allem zwei Fragen von Interesse, auf die im Rahmen dieser Arbeit noch einzugehen sein wird:

- (1) Wie effizient wird mit Informationen an Kapitalmärkten umgegangen (Frage nach der Informationseffizienz des Marktes¹⁵)?
- (2) Wie sind die Informationen zwischen den einzelnen Kapitalmarktteilnehmern verteilt?

2.2 Investmentbanken

Der ursprünglich im US-amerikanischen Bankwesen beheimatete Begriff bezeichnete dort einen der zwei wesentlichen Bankentypen im lange Zeit vorgeschriebenen Trennbankensystem (vgl. Glass Steagall Act of 1933).

¹⁵ Vgl. Diehl / Loistl / Rehkugler 1998, S. 168 ff. Der Begriff der Effizienz selbst ist nicht einheitlich definiert. Loistl unterscheidet mindestens 10 Arten der Kapitalmarkteffizienz.

Infolge des Börsencrashes von 1929 und der Weltwirtschaftskrise Anfang der 30er Jahre wurden die Banken in den USA, mit dem Ziel, Interessenkonflikte zwischen dem Wertpapiergeschäft und dem Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken möglichst zu vermeiden, in Investmentbanken und Commercial Banks getrennt¹⁶.

Die heutige Gestalt von Investmentbanken wurde durch diese Entwicklung erkennbar beeinflusst. Wegen der im Grunde künstlichen Trennung sowie der sich ändernden Kapitalmärkte haben sich beide Bankentypen im Laufe der Zeit stark aufeinander zubewegt. Dieser Entwicklung wurde durch den Gesetzgeber in den USA im Jahre 1999 mit dem Financial Modernization Act Rechnung getragen, der nunmehr die Trennung vollständig aufgehoben hat¹⁷.

Für eine Definition einer Investmentbank gilt es daher zu untersuchen, welche Tätigkeiten derzeit regelmäßig von Investmentbanken ausgeübt werden. Eine derartige Untersuchung findet man bei Fabozzi und Modigliani¹⁸. Es wird eine Reihe von Definitionen vorgeschlagen: von einem sehr weiten Ansatz („Investment Banking is what Investment Banks do“) bis hin zum historischen Kern des Investmentbanking (Emissionsgeschäft am Primärmarkt, Wertpapierhandel als Broker/Dealer am Sekundärmarkt).

Für die Zwecke dieser Arbeit soll dem weiten Ansatz gefolgt werden. Insbesondere werden für diese Arbeit der Einfachheit halber unter dem Begriff Investmentbank auch andere Bankentypen, z. B. deutsche Universalbanken, verstanden, sofern sie zumindest einige der für Investmentbanken typischen Aktivitäten betreiben. Achleitner¹⁹ nennt sieben Geschäftsfelder als typisch für Investmentbanken. Getreu dem Motto „Investment Banking is what Investment Banks do“ soll diese Aufstellung für unsere Zwecke der Untersuchung von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Erstellung von Research um die drei Geschäftsfelder Kreditgeschäft, Vermögensverwaltung und Anlagegeschäft für Privatkunden erweitert werden.

¹⁶ Vgl. Achleitner 2002, S. 5 ff.

¹⁷ Vgl. Achleitner 2002, S. 6 ff.

¹⁸ Vgl. einführend Fabozzi / Modigliani 1996

¹⁹ Vgl. Achleitner 2002, S. 19 f.

Die Erweiterung trägt zum einen dem deutschen Universalbankenkonzept Rechnung, zum anderen berücksichtigt sie die tatsächlichen Geschäftsfelder führender Investmentbanken wie z. B. Citigroup, JP MorganChase und UBS²⁰.

Tabelle 1 – Geschäftsfelder von Investmentbanken

Geschäftsfeld	Kurze Beschreibung
Mergers & Acquisition (M&A)	Beratungen bei Fusionen und Übernahmen
Corporate Finance	Beratung von Finanzierungen und Restrukturierungen der Kapitalseite
Structured Finance	Projektfinanzierung und strukturierte Finanzierung, z. B. mittels Asset Backed Securities
Capital Markets	Emissionsgeschäft für Aktien (Equity Capital Markets) und Anleihen (Debt Capital Markets)
Sales & Trading	Der Verkaufs- und Handelsbereich ist für die Sekundärmarktaktivitäten verantwortlich. Die Instrumente umfassen Aktien und Anleihen, Devisen, Derivate und strukturierte Produkte. Oftmals wird der Bereich in den Equities- (Aktien und abgeleitete Produkte) und den Global-Markets-Bereich (zins-, kredit-, währungs- und warenbezogene Produkte) unterteilt. Umfasst i. d. R. auch den Eigenhandel der Banken in den genannten Produkten
Asset Management	Strukturierung und Umsetzung von Portfoliostrategien für zumeist institutionelle Kunden
Unternehmensbeteiligungen (Principal Investment)	Mittelfristige Investitionen mit Eigenmitteln der Bank in Anteile einzelner Unternehmen
Kreditgeschäft	Vergabe von Krediten an Firmenkunden
Vermögensverwaltung	Strukturierung und Umsetzung von Portfoliostrategien für zumeist private Kunden
Privatkundengeschäft (Private Clients)	Beratung von privaten Kunden bei Kauf und Verkauf von Wertpapieren

Quelle: Eigene Darstellung

Die genannten Geschäftsfelder sind in der Praxis in separaten Geschäftsbereichen organisiert, die zumeist direkt an die Geschäftsleitung der Banken berichten. Unterstützt wird die Geschäftsleitung i. d. R. durch eine Reihe von Stabs-, Kontroll- und Supportfunktionen (z. B. Risikomanagement,

²⁰ Eine Auswertung der Webseiten der bekanntesten Investmentbanken in 2004 zeigt, dass das Geschäft mit vermögenden Privatkunden, mit normalen Privatkunden und mit Firmenkunden, hier insbesondere die Kreditvergabe, zu den Kerngeschäftsbereichen der Banken gehört.

Controlling²¹, Treasury-Abteilung, IT, Rechtsabteilung, Personalabteilung etc.)²².

2.3 Finanzanalysten, Researchstudien und Researchabteilungen

In der Praxis gibt es derzeit keine global einheitliche Definition für die Begriffe Finanzanalyst oder Finanzanalyse²³. So weichen die regulatorischen Begriffsdefinitionen in den einzelnen Ländern – z. B. in den USA und in Deutschland – in wichtigen Punkten voneinander ab. Für die Zwecke dieser Arbeit soll der Begriff Finanzanalyst folgendermaßen verstanden werden:

Analysten sind Personen, die aufgrund allgemein verfügbarer Informationen sowie spezieller Vorkenntnisse eine Beurteilung und Bewertung von Wertpapieren und deren Derivaten sowie von Volkswirtschaften, Kapitalmärkten, Branchen und Emittenten – in Form von zumeist schriftlichen Analysen – vornehmen mit der Absicht, die gewonnenen Erkenntnisse an andere Kapitalmarktteilnehmer zu kommunizieren.

In Anlehnung an die von der National Association of Securities Dealers (NASD) und der New York Stock Exchange (NYSE) verwendete Definition einer Researchstudie²⁴ wird in dieser Arbeit unter Research folgendes verstanden – es sei denn, es wird ausdrücklich auf andere Begriffsdefinitionen Bezug genommen:

Eine Researchstudie – im Folgenden auch als Research, Researchbericht, Researchprodukt, Studie, Analyse, Wertpapieranalyse oder Finanzanalyse bezeichnet – ist eine schriftliche oder elektronische Mitteilung inklusive einer Analyse von an Kapitalmärkten gehandelten Instrumenten oder deren Emittenten sowie einer Investmentempfehlung (z. B. Kaufen, Halten,

²¹ Vgl. u. a. Serfling 1992 für eine ausführliche Beschreibung der Aufgaben der Controlling-Abteilung

²² Vgl. u. a. Hockmann / Thiessen (Hrsg.) 2002, S. 733 ff.

²³ Vgl. auch Frank 2004, S. 303

²⁴ Vgl. NYSE Rule 472.10(2), www.nyse.com

Verkaufen), die als Grundlage für eine Anlageentscheidung ausreichend erscheint.

In der Praxis ist die Abgrenzung zwischen Researchstudien und anderen Kapitalmarktinformationen, z. B. Marktkommentaren der Handelsabteilungen, durchaus schwierig. Zur besseren Einordnung der Vielzahl der Begrifflichkeiten im Zusammenhang mit Researchstudien werden in der folgenden Übersicht in Anlehnung an Eisele²⁵ sowie unter Berücksichtigung der regulatorischen Standards und den in der Praxis genutzten Begriffen mögliche Systematisierungen aufgezeigt.

Tabelle 2 – Systematisierungsmöglichkeiten für Researchstudien

Kriterium	Ausprägung
Adressatenkreis	<ul style="list-style-type: none"> - Intern - Extern <ul style="list-style-type: none"> - Institutionelle Anleger - Privatanleger
Analysetechniken	<ul style="list-style-type: none"> - Technische Analyse - Fundamentalanalyse - Faktormodelle und Quants - Behavioral Finance - Survival and Evolution
Erstellung (aus Sicht der Investoren) ²⁶	<ul style="list-style-type: none"> - Extern <ul style="list-style-type: none"> - durch bankenunabhängige Analysten - durch Investmentbankanalysten („Sell Side“-Analysten) - Intern („Buy Side“-Analysten)
Anlass	<ul style="list-style-type: none"> - Originär - Reaktiv (d. h. aufgrund von besonderen Unternehmensnachrichten)
Art der Betreuung (Coverage)	<ul style="list-style-type: none"> - Laufend - Transaktionsbezogen (ad hoc)
Art und Weise der Darbietung	<ul style="list-style-type: none"> - Schriftlich/elektronisch - Mündlich
Gegenstand des Research	<ul style="list-style-type: none"> - Volkswirtschaftlicher Research (Research zu Geldmarkt-, Zins- und Wechselkursentwicklungen sowie generelle konjunkturelle Aussichten) - Research über Finanzinstrumente <ul style="list-style-type: none"> - Aktienresearch - Convertible Research (Research zu Wandelanleihen) - Anleihen- oder Debt-Research <ul style="list-style-type: none"> - Fixed Income Research (Research zu Staats- oder vergleichbaren Anleihen) - Credit Research (Research zu Unternehmensanleihen) - High Yield Research (Research zu hochverzinslichen Anleihen) - Research zu strukturierten Produkten (z. B. ABS-

²⁵ Vgl. Eisele 2001a

²⁶ Vgl. auch Frank 2004, S. 305 ff.

Kriterium	Ausprägung
	Strukturen)
Originalität des Research	<ul style="list-style-type: none"> - Primary Research - Secondary Research (zusammengestelltes und überarbeitetes Primary Research)
Umfang des Research	<ul style="list-style-type: none"> - Einzelanalysen - Kompendiumsanalysen (mehrere Einzelanalysen in einer Studie) - Branchen- und Länderanalysen
Form des Research	<ul style="list-style-type: none"> - Basisstudie - Kurzstudie - Flyer - Marktkommentar
Zeithorizont der Empfehlungsaussage	<ul style="list-style-type: none"> - Kurzfristig - Mittelfristig - Langfristig

Quelle: Eigene Darstellung

Ferner ist es für das Verständnis des Themas Research hilfreich, die unterschiedlichen von Analysten eingesetzten Analysemethoden zu kennen. Spremann grenzt folgende Analysetechniken voneinander ab²⁷:

Tabelle 3 – Analysetechniken

Analysetechnik	Beschreibung
Technische Analyse ²⁸	Die Nutzung von verfügbaren – und damit historischen – Marktdaten zur Untersuchung von Trends, relativen Stärken, Liquidität (Handelsvolumen) und Sicherheit (z. B. Volatilität, A-D-Kennzahl) bezüglich des untersuchten Instruments sowie des Gesamtmarktes führt zu kurzfristigen Aussagen über Kaufs- und Verkaufssignale.
Fundamentalanalyse ²⁹	Aufgrund von Finanzkennzahlen und Ertragsmodellen über die aktuelle Ausgangslage und die zukünftige Entwicklung von Unternehmen sowie unter Verwendung von zusätzlichen Rahmen- und Marktdaten (Renditekurve, Konjunkturzyklus etc.) wird ein „korrekter“ Wert des Unternehmens und ggf. abhängiger Finanzinstrumente ermittelt. Dieser kann vom aktuellen Marktpreis des Unternehmens abweichen, es gibt jedoch eine langsame Konvergenz von Marktpreis und „korrektem“ Wert. Damit können sich Transaktionen aufgrund der eigenen Bewertung lohnen.
Faktormodelle und Quants	Es gibt Abweichungen der Kurse von Finanzinstrumenten gegenüber einem Random Walk. Letzterer folgt aus der Annahme von Informationseffizienz sowie durch am Markt zufällig eintretende Neuigkeiten, deren sofortige Einpreisung folgt. Die Abweichungen lassen sich über Faktorenmodelle für die Kurserwartung berechnen.
Behavioral Finance	Nutzung von ökonomischen und physiologischen Argumenten zur Klärung des Investitionsverhaltens der Anleger. Der Anleger verhält sich nicht notwendigerweise rational (z. B. Status Quo Bias etc.). Daraus können überlegene Anlagestrategien abgeleitet werden.
Survival and Evolution	Es wird davon ausgegangen, dass die Investition in den Markt (z. B. Buy and Hold über einen Index) Entwicklungen übersieht, da Indizes relativ langsam angepasst werden, aber ständig neue Unternehmen hinzukommen und verschwinden. Mit einer Buy-and-Hold-Strategie

²⁷ Vgl. Spremann 2001

²⁸ Ausführlicher u. a. bei Staud 2004, S. 401 ff.

²⁹ Ausführlicher u. a. bei Schlienkamp 2004, S. 365 ff.

Analysetechnik	Beschreibung
	werden diese Entwicklungen übersehen. Der Index kann geschlagen werden durch Beobachtung des tatsächlichen Marktes, der von Survival and Evolution geprägt ist.

Quelle: Eigene Darstellung

In der Praxis kann man – am Gegenstand des Researchs ausgerichtet – verbreitet drei unterschiedliche Arten von Researchabteilungen feststellen³⁰. Dabei handelt es sich um:

- (1) Aktienresearch (Equities Research)
- (2) Anleihenresearch (Fixed Income Research)
- (3) volkswirtschaftliches Research (Economic Research)

Innerhalb der einzelnen Researchabteilungen werden i. d. R. die folgenden Instrumente und Inhalte analysiert:

Tabelle 4 – Analysegegenstand der Researchabteilungen

Researchabteilung	Analysegegenstand
Aktienresearch	Aktien, Aktienderivate, Wandelanleihen
Anleihenresearch	Anleihen (Investment Grade und Non-Investment Grade) Darüber hinaus fallen im weiteren Sinne auch Studien über Währungen, Derivate auf Zinsen und Währungen, Kreditrisiken, strukturierte Produkte (CDO, ABS etc.) und Waren (z. B. Öl) in den Bereich des Anleihen- oder Debt-Research.
Volkswirtschaftliches Research	Sektorenanalysen, Länderanalysen, langfristige Zins- und Währungsanalysen

Quelle: Spremann 2001, Eigene Darstellung

Momentan ist bei den Investmentbanken allerdings ein Trend zur Reorganisation der Researchabteilungen, insbesondere die Zusammenlegung von Aktien- und Anleiheresearchabteilungen, erkennbar. Teil V3 geht genauer darauf ein.

³⁰ Die Aussage basiert auf einer eigenen Untersuchung der öffentlich zugänglichen Angaben (Webseiten) der Investmentbanken über ihre Researchaktivitäten vom Mai 2004.

2.4 Integrität, Unabhängigkeit und Objektivität

Bei der Diskussion des möglichen Einflusses von Finanzanalysten auf die Übertreibungen der Aktienmärkte in den neunziger Jahren wurde und wird den Attributen „integer“, „unabhängig“ und „objektiv“ eine große Bedeutung beigemessen³¹. Daher sollen im Folgenden eine Definition und eine Zuordnung der Begriffe erfolgen.

Unter Integrität versteht man im Allgemeinen Unbescholtenheit, Unbestechlichkeit, Redlichkeit, Vollständigkeit und Unversehrtheit³². Im Kontext dieser Arbeit wird daher unter Integrität die Fähigkeit des Analysten bzw. der Researchabteilung verstanden, ihre originäre Aufgabe – die Erstellung von objektivem Research – mit der gebotenen Sorgfalt und Redlichkeit im besten Interesse ihrer Kunden durchzuführen.

Ist die Rede von Unabhängigkeit im Zusammenhang mit Analysten, dann ist es hilfreich, zwei Aspekte zu unterscheiden: Zum einen beschreibt der Begriff Unabhängigkeit die fehlende Einflussmöglichkeit Dritter (z. B. des Auftraggebers) auf den Meinungsbildungsprozess des Analysten – im Weiteren als äußere oder institutionelle Unabhängigkeit bezeichnet – und zum anderen den Grad des Einflusses der Eigeninteressen des Analysten auf seinen Meinungsbildungsprozess – im Weiteren als innere oder persönliche Unabhängigkeit bezeichnet.

Eine weitere für die Praxis relevante Definition von Unabhängigkeit liefert das Global Settlement³³ (vgl. Teil V2.2.3). Darin wird unabhängiges Research als Research definiert, das durch eine nicht mit einer Investmentbank verbundene (ohne wesentliche wirtschaftliche Verbindungen) Person oder Unternehmung erstellt wurde. Dies ist nichts anderes als eine spezielle Ausprägung der äußeren Unabhängigkeit.

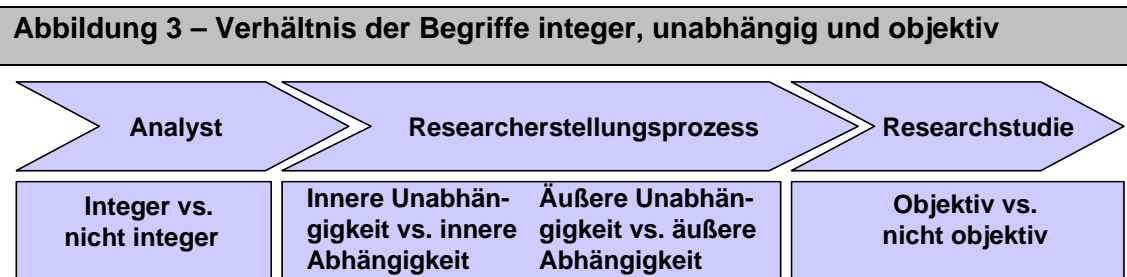
³¹ Vgl. Rosen, Rüdiger v.: „Vertrauen in Integrität und Qualität der Aktienanalyse verbessern – Hohes Berufsethos fördern – Schwarze Schafe identifizieren – Anlegerbildung forcieren“, in: Börsen-Zeitung (Sonderbeilage „Aktienanalysten Award“), 03.06.2004

³² Vgl. Brockhaus Enzyklopädie, 10. Band, S. 555

³³ Die Einzelheiten des Global Settlement können unter www.sec.gov/litigation/litreleases/finaljudgadda.pdf eingesehen werden.

Objektivität bedeutet „strenge Sachlichkeit in der Darstellung und im Urteil, Unvoreingenommenheit, vorurteilsfreie und unparteiische Betrachtung“³⁴. Dieses Verständnis von Objektivität soll auch für Researchstudien im Rahmen dieser Arbeit gelten³⁵.

Die Attribute integer, unabhängig und objektiv können den Begriffen Analyst, Erstellungsprozess und Researchstudie zugeordnet werden. So ist die Integrität die subjektive Eigenschaft des Analysten. Die Abhängigkeit bzw. Unabhängigkeit während des Erstellungsprozesses einer Researchstudie ist ein Attribut sowohl des Prozesses als auch des Analysten mit subjektiven und objektiven Elementen. Das Ergebnis des Erstellungsprozesses ist letztlich eine als objektiv oder nicht objektiv zu bezeichnende Studie. Um erkenntnislogischen Diskussionen hinsichtlich der Frage, was objektiv ist, aus dem Wege zu gehen, kann man die Studie auch als unbeeinflusst oder beeinflusst betiteln. Diese Überlegungen sind in der folgenden Abbildung dargestellt.



Quelle: Eigene Darstellung

2.5 Interessenkonflikte

Interessenkonflikte treten in zwei grundlegenden Formen auf, die es im Weiteren auseinander zu halten gilt: interne und externe Interessenkonflikte.

³⁴ Vgl. Der neue Brockhaus, 4. Bd., S. 57

³⁵ Die Finanzanalyseverordnung des BMF fordert ebenfalls „Unvoreingenommenheit“ bei der Erstellung von Finanzanalysen, vgl. dazu BMF 2004, § 5 Abs. 1 FinAnV. Die FSA spricht von „unparteiischem (impartial)“ Research, vgl. FSA Conduct of Business Rule COB 7.16.5.

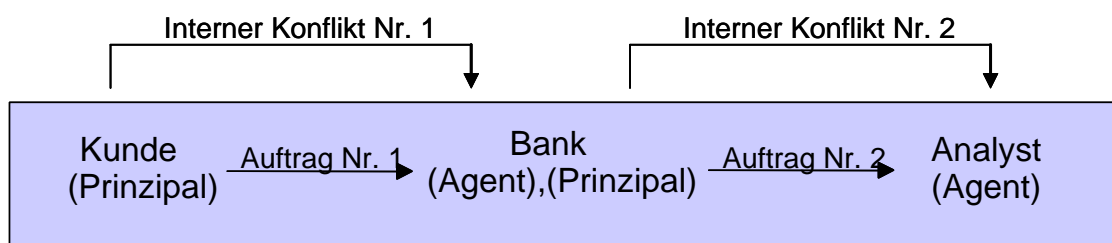
Unter internem oder auch persönlichem Interessenkonflikt wird im Rahmen dieser Arbeit eine Situation verstanden, in der der mit der Auftragserfüllung beauftragte Auftragnehmer von den Interessen des Auftraggebers abweichende eigene Interessen hat³⁶.

Als externer oder auch institutioneller Interessenkonflikt soll eine Situation bezeichnet werden, in der der Auftragnehmer von mindestens zwei Auftraggebern mit je einem Auftrag beauftragt wird und die Erfüllung des Auftrags eines Auftraggebers durch die Auftragserfüllung des anderen Auftraggebers – sowie vice versa – nachteilig beeinflusst werden würde.

In Anlehnung an den in Teil II 1.3.2 näher beschriebenen Prinzipal-Agent-Ansatz können diese zwei Interessenkonfliktformen auch als Prinzipal-Agent-Konflikte oder Prinzipal-Prinzipal-Konflikte beschrieben werden.

In Investmentbanken kommt es aufgrund der Spezialisierung häufig zu mehrstufigen Auftragsverhältnissen und damit auch zu einer Vielzahl von internen Interessenkonflikten. Als Beispiel sei hier der implizite Auftrag der Researcherstellung seitens der Investoren an die Bank genannt. Der Auftrag erfolgt i. d. R. nicht direkt an den Analysten, sondern vielmehr – wenn auch implizit – an die Trading & Sales-Abteilung bzw. die Researchabteilung, die den Auftrag an den Analysten delegiert.

Abbildung 4 – Mehrstufiger interner Interessenkonflikt bei der Researcherstellung



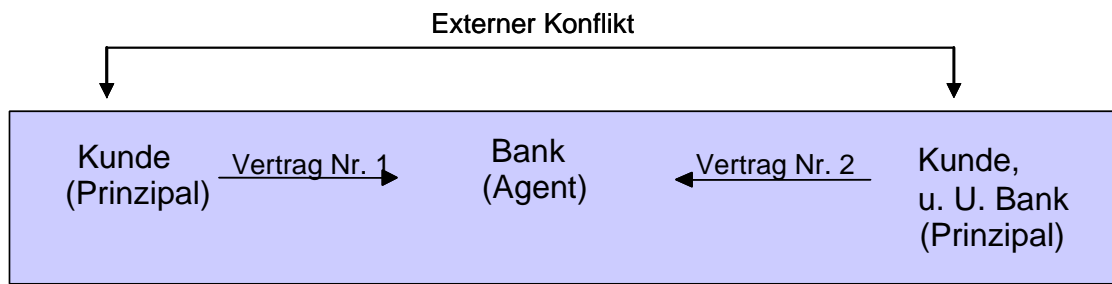
Quelle: Eigene Darstellung

³⁶ Koller 2003, S. 936, Rd. Nr. 8, beschreibt nach obiger Definition einen internen Interessenkonflikt.

Die Mehrstufigkeit hat Einfluss auf den sachgerechten Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken. So ist zu überprüfen, welches die geeigneten Maßnahmen auf den unterschiedlichen Stufen des Delegationsprozesses sind.

Externe Interessenkonflikte kommen dadurch zustande, dass die Banken einer Vielzahl von Kunden die unterschiedlichsten Dienstleistungen anbieten und dies zu Interessenkollisionen auf Seiten der Banken bei der Erbringung der einzelnen Dienstleistungen führen kann.

Abbildung 5 – Externe Interessenkonflikte bei der Researcherstellung



Quelle: Eigene Darstellung

Es ist ferner hilfreich, den Begriff Interessenkonflikt mit den Begriffen Zielkonflikt und Wettbewerb ins Verhältnis zu setzen. So sind Interessenkonflikte spezielle Zielkonflikte des Auftragnehmers (Agenten), bei denen mindestens ein Ziel von einem externen Auftraggeber (Prinzipal) vorgegeben wurde. Grundsätzlich spricht man von Zielkonflikten bei einer Person oder einem Unternehmen, wenn die Erreichung eines Ziels ein anderes Ziel negativ beeinflusst³⁷.

Beim Wettbewerb handelt es sich um eine Situation, in der mindestens zwei Parteien (Prinzipals) ihre Interessen verfolgen, die sich konfliktär zueinander verhalten. Dies führt jedoch nicht zwangsläufig zu einem Interessenkonflikt. Beauftragen zwei Wettbewerber ein und denselben Dritten (Agenten) mit der

³⁷ Vgl. Hahn 1997, S. 46, einführend zu betrieblichen Zielsystemen

Verfolgung ihrer konfliktären Ziele, kann beim Agenten ein externer Interessenkonflikt entstehen.

Zur formalen Kategorisierung von Interessenkonflikten bieten sich mehrere Möglichkeiten an. So können Interessenkonflikte nach zeitlicher Reichweite, Richtung und Konkretheit unterschieden werden.

(1) Zeitliche Reichweite eines Konfliktes

Investmentbanken können einerseits zeitlich klar begrenzte Aufträge (Transaktion) von Kunden erhalten und andererseits zeitlich nahezu unbegrenzten Verpflichtungen (dauerhafte Pflicht) gegenüber ihren Kunden eingehen. In diesem Sinne wäre die Platzierung von Wertpapieren am Primärmarkt im Kundenauftrag als Transaktion einzustufen, die Erstellung von objektivem Research als dauerhafte Pflicht.

Aus der Kombination der zwei unterschiedlichen Auftragsverhältnisse, die eine Bank mit zwei Kunden eingehen kann, ergeben sich drei Konfliktgruppen: (i) Transaktion vs. Transaktion, (ii) dauerhafte Pflicht vs. dauerhafte Pflicht, (iii) Transaktion vs. dauerhafte Pflicht. Vor diesem Hintergrund wird als Reichweite eines Interessenkonflikts Folgendes vereinbart: Konflikte der Gruppe i) werden dynamische Konflikte, der Gruppe ii) dynamisch-immanente Konflikte und der Gruppe iii) strukturelle Interessenkonflikte genannt.

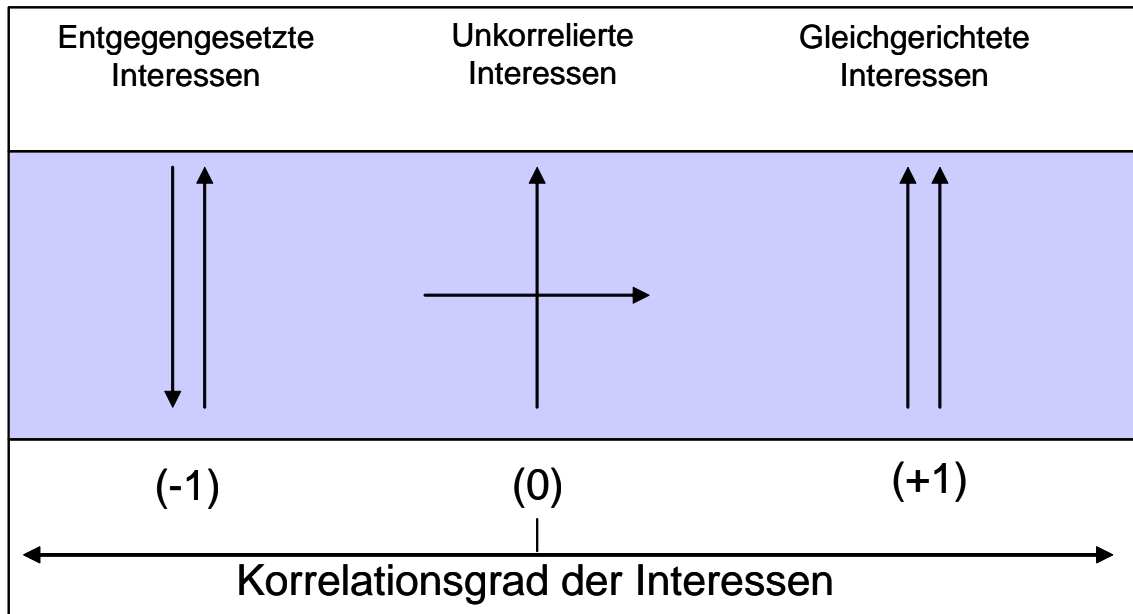
Die Unterteilung nach der zeitlichen Reichweite ist wichtig für die Beurteilung der Frage, ob Konfliktlagen fortdauernd oder nur vorübergehend bestehen, was wiederum Auswirkungen auf den sachgerechten Umgang mit den Konflikten hat (z. B. Einsatz von zeitlich beschränkten Haltefristen oder dauerhafte Abstinenz bei Mitarbeitergeschäften).

(2) Richtung eines Konfliktes

Das Kriterium Richtung erlaubt eine Kategorisierung der Interessenkonflikte in zwei Konfliktgruppen. Dies sind Interessenkonflikte mit i) gleichgerichteten

und mit (ii) entgegengesetzten Interessenlagen³⁸. Schließlich kann man noch nicht konfligierende bzw. unkorrelierte Interessenlagen identifizieren. Alle drei Konstellationen sind in der folgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 6 – Richtung eines Interessenkonfliktes



Quelle: Eigene Darstellung

Die M&A-Beratung zweier Kunden bei der Übernahme ein und desselben Zielunternehmens ist ein Beispiel mit gleichgerichteten Interessenlagen. Die gleichzeitige Beratung der Such- und der Zielgesellschaft durch eine Investmentbank wäre dagegen eine entgegengesetzte Interessenlage.

(3) Konkretheit eines Konfliktes

Als potenzielle Interessenkonflikte³⁹ werden im Rahmen dieser Arbeit Interessenkonflikte definiert, die aufgrund der Interessenlagen der Auftraggeber (Agent) und des Auftragnehmers (Prinzipal) grundsätzlich entstehen können, dem Auftragnehmer jedoch nicht bekannt sind. Ein konkreter Interessenkonflikt entsteht, sobald sich der mögliche

³⁸ Eisele spricht von vertikalen bzw. horizontalen Konflikten, vgl. Eisele 2001, S. 3444 f., Rd. Nr. 21.

³⁹ Vgl. auch Eisele 2001, S. 3446, Rd. Nr. 24

Interessenkonflikt an einer einzelnen Entscheidung materialisiert, d. h. ein Abwägen von zwei unterschiedlichen Interessen durch den Auftragnehmer tatsächlich erforderlich wird.

2.6 Regulierung und Aufsicht

Es bieten sich verschiedene Ansätze zur Definition des Begriffs „Regulierung“ an. In dieser Arbeit soll ein pragmatischer Begriff der Regulierung, ausschließlich bezogen auf den Kapitalmarkt und seine Akteure, Verwendung finden. Rechtsphilosophische⁴⁰, politische⁴¹ und ethische Begriffserklärungen sollen daher hier nicht weiterführend behandelt werden⁴².

In Anlehnung an Stillhart⁴³ soll unter Regulierung ganz allgemein die Festlegung einer Ordnung, sei es durch den Staat und seine Organe (staatliche Regulierung), durch Marktinstitutionen (Marktregulierung) oder durch die Adressaten der Regulierung selbst (Selbstregulierung), verstanden werden, wobei die Übergänge fließend sein können.

Unter Aufsicht wird die Überwachung der Einhaltung der festgelegten Ordnung verstanden. Dabei kann man zwischen einer Aufsicht im engeren Sinne und der Aufsicht im weiteren Sinne unterscheiden⁴⁴. Erstere ist dadurch gekennzeichnet, dass die Überwachung durch die Organe des Staates übernommen wird, so z. B. in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)⁴⁵. Aufsicht im weiteren Sinne umfasst auch die Überwachung der Normadressaten durch nichtstaatliche Institutionen, z. B. durch Analystenverbände oder die Börse.

⁴⁰ Vgl. u. a. Kirsch 1988, S. 41

⁴¹ Einführend Zippelius 2003

⁴² Einführend Rawls 2003, Wilkes 1997

⁴³ Vgl. Stillhart 2002, S. 124

⁴⁴ Vgl. Huang 1992, S. 9

⁴⁵ Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wurde am 22. April 2002 durch das Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG) ins Leben gerufen und umfasst die vormalig selbstständigen BaKred, BaWe und BAV.

Teil II Theoretische Grundlagen

1 Kapitalmarkttheorien und die Rolle der Finanzanalysten

Eine ausgewogene Diskussion der Objektivität von Research, der Integrität und Unabhängigkeit von Analysten sowie des richtigen Umgangs mit Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research setzt ein grundlegendes Verständnis der Rolle von Analysten in Investmentbanken sowie deren Funktion für Kapitalmärkte und Volkswirtschaften voraus. Dieser Abschnitt stellt die wichtigsten wirtschaftswissenschaftlichen Konzepte vor, die sich zu einer Beschreibung der Rolle der Analysten eignen.

1.1 Volkswirtschaftslehre

In einer dezentralisierten marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung übernimmt der Markt die gesamtwirtschaftliche Koordinations- und Allokationsfunktion von knappen Ressourcen⁴⁶. Unter gewissen idealen Bedingungen wird auf diesem Wege automatisch ein sozialökonomisches Optimum (auch Pareto-Optimum genannt) erreicht⁴⁷.

Die Fähigkeit von Märkten, ihre volkswirtschaftliche Steuerungsfunktion optimal zu erfüllen, hängt wesentlich davon ab, dass ideale Voraussetzungen vorliegen⁴⁸, d. h., dass es sich um funktionierende Märkte handelt. Die Ursachen für ein Versagen der Steuerungsfunktion des Marktes können unterschiedlicher Art sein. Zwei Ursachen, die in Hinblick auf die Analystentätigkeit von Interesse sind, sind mangelhafte Information am Markt und Instabilitäten⁴⁹.

⁴⁶ Vgl. Hayek 1981, S. 107 f., oder neuer u. a. Hardes / Schmitz / Uhly 2002, S. 47 ff.

⁴⁷ Genauer Scheider 1998, S. 152 ff.

⁴⁸ Vgl. ebenda, S. 159: „Die Dezentralisierung wirtschaftlicher Entscheidungen und ihre Koordination über den Markt führen zu einem sozialökonomischen Optimum, wenn ideale Voraussetzungen dafür gegeben sind. Auf diese Argumentation stützten sich letzten Endes alle wirtschaftspolitischen Forderungen, der Staat möge sich auf das Setzen eines Ordnungsrahmens für das wirtschaftliche Geschehen und - sofern erforderlich - auf die aktive Förderung des Wettbewerbs beschränken.“

⁴⁹ Vgl. ebenda, S. 160 f: „Die mangelhafte Information der Marktteilnehmer kann die Ursache dafür sein, dass das Marktergebnis nicht Pareto-optimal ist; die Marktlösung kann sogar instabil werden. ... Schließlich gibt es im zeitlichen Ablauf des marktwirtschaftlichen Koordinationsprozesses Instabilitäten. Sie gehen prinzipiell darauf zurück, dass alle Entscheidungen zukunftsorientiert sind, die Zukunft aber nicht mit Sicherheit bekannt ist, sondern nur abgeschätzt werden kann. Nun stimmt es zwar, dass in einer Marktwirtschaft mit einer Vielzahl von Entscheidungsträgern eine Chance dafür besteht, dass sich die einzelnen Prognosefehler wenigstens teilweise ausgleichen. Damit ist aber nicht mehr zu

Diese allgemeinen Aussagen zu Märkten gelten insbesondere für den Kapitalmarkt⁵⁰. Dessen fundamentale volkswirtschaftliche Funktion besteht darin, einzelne Marktteilnehmer (Investoren, Unternehmen) in organisierter Form zusammenzuführen⁵¹ und so dafür zu sorgen, dass sich Kapitalangebot und -nachfrage treffen und eine effiziente Kapitalallokation stattfindet, d. h. Investitionen in die volkswirtschaftlich rentabelsten Anlagen (Unternehmen) fließen.

Die Aufgabe der Finanzanalysten besteht in einer dezentralisierten Volkswirtschaft in der Bewertung von Informationen, der Kommunikation von Informationen und der Erzeugung neuer Informationen in Form von Researchempfehlungen. D. h., Analysten leisten einen wichtigen Beitrag zur Informationseffizienz der Kapitalmärkte. Aufgrund der besonderen Stellung der Analysten als Kapitalmarktkommunikatoren und Profis der Unternehmens-, Wertpapier- und Marktanalyse kommt ihnen bei der Frage der Wahrung der Integrität der Kapitalmärkte eine wichtige Rolle zu. Übertreibungen wie die Divergenz zwischen der Realwirtschaft und der Finanzwirtschaft („Aktienblase“) Ende der neunziger Jahre können irrationales „Herdenverhalten“ von Anlegern auslösen⁵². Derartiges Verhalten kann durch das Wirken von Analysten am Kapitalmarkt u. U. verstärkt oder gemindert werden, was für die Riege der Analysten eine besondere Verantwortung bedeutet.

Die in Deutschland und in anderen Industrienationen u. a. aufgrund des demografischen Wandels notwendigen Reformen der sozialen Sicherungssysteme⁵³ werden dazu führen, dass institutionelle Investoren und private Anleger den Kapitalmarkt verstärkt in Anspruch nehmen⁵⁴ und somit die Bedeutung des Kapitalmarktes weiter wächst. Im Ergebnis wird das Vertrauen in das Funktionieren und die Stabilität des Kapitalmarktes

rechnen, wenn alle denselben Fehler begehen, weil sie sich in der Abschätzung der zukünftigen Entwicklung auf dieselben Informationen stützen."

⁵⁰ Der Kapitalmarkt wird hier als Gesamtheit der Geld-, Wertpapier-, Derivaten- und Kreditmärkte in organisierter oder auch nichtorganisierter Form verstanden.

⁵¹ Vgl. Achleitner 2002, S. 32 ff.

⁵² Vgl. Gerke / Arneth 2001, S. 420-428

⁵³ Vgl. bspw. Schneider 2005, S. 5 ff. Schneider untersucht die Finanzierungsprobleme des umlagefinanzierten Rentensystems in Deutschland.

zunehmend an Bedeutung gewinnen und sowohl die Investoren als auch der Staat in Zukunft stärker auf die Integrität des Kapitalmarktes achten⁵⁵.

1.2 Vollkommene Kapitalmärkte

Die Neoklassik geht von der Annahme eines vollkommenen Preismechanismus des Marktes aus⁵⁶. Alle Marktteilnehmer verhalten sich rational im Sinne der Nutzenmaximierung und es gibt keinerlei Transaktionskosten⁵⁷. Das Fehlen von Transaktionskosten impliziert, dass die Kosten zur Beschaffung von Informationen über Alternativen (Informationskosten) und für Vertragsverhandlungen (Verhandlungskosten) bzw. -überwachung (Durchsetzungskosten) gleich null sind. Ebenso sind die Kosten der Anpassung an veränderte Bedingungen gleich null und der Markt ist durch einen freien Zugang für Investoren gekennzeichnet. Für die Kapitalmärkte bedeutet dies letztlich, dass alle relevanten Informationen eines Wertpapiers in dessen Preis widergespiegelt sind. Derartige vollkommene Kapitalmärkte, in denen der aktuelle Preis eines Kapitalmarktinstrumentes alle verfügbaren Informationen reflektiert, werden als informationseffizient bezeichnet⁵⁸. Diese Theorie der Informationseffizienz wurde durch Fama begründet⁵⁹.

Die Hypothese informationseffizienter Kapitalmärkte wird vor dem Hintergrund folgender Überlegung aufgestellt: In durch Wettbewerb gekennzeichneten Märkten werden Investitionsentscheidungen sehr schnell und aufgrund der vorliegenden Informationen – also historische Preisdaten und aktuelle Neuigkeiten – getroffen. Ergibt sich eine Investitionsmöglichkeit mit positivem Kapitalwert, wird ein Marktteilnehmer die Investition durchführen, was wiederum zu einer unverzüglichen Anpassung des Preises führt.

⁵⁴ Vgl. ebenda, S. 32 ff. Für die private Altersvorsorge wird gezeigt, dass noch erheblicher zusätzlicher Vorsorgebedarf in Deutschland besteht

⁵⁵ Vgl. Wefers, Angela: „Zehn-Punkte-Programm aus Berlin“, in: Börsen-Zeitung, 31.12.2002

⁵⁶ Vgl. Süchting 1991, S. 334

⁵⁷ Vgl. Neus 2003, S. 90 ff.

⁵⁸ Vgl. Fama 1970, S. 383: „A market in which prices always fully reflect available information is called efficient.“

⁵⁹ Vgl. Fama 1970, S. 383-417, Fama 1991, S. 1575-1617, Fama 1998a, S. 283-306

Unterstellt man zusätzlich, dass Neuigkeiten unabhängig und zufällig auftreten, kommt man zu einem Modell mit Preisbewegungen gemäß einem Zufallspfad (Random Walk). Weiterhin folgt, dass Investitionsmöglichkeiten mit positivem Kapitalwert keinen dauerhaften Bestand haben, da diese sofort durch die Marktteilnehmer ausgenutzt und dadurch gleichzeitig eliminiert werden⁶⁰.

Fama⁶¹ unterscheidet drei Formen der Informationseffizienz: die schwache, die semi-starke und die starke Form.

Die schwache Form der Informationseffizienz geht davon aus, dass der aktuelle Marktpreis sämtliche historischen Preisdaten widerspiegelt.

Die semi-starke Form der Informationseffizienz geht davon aus, dass die aktuellen Marktpreise alle öffentlich verfügbaren Informationen wiedergeben. D. h., insbesondere vergangenheitsbezogene Informationen wie die historische Kursentwicklung, aktuelle Neuigkeiten, z. B. die aktuelle Ertragslage aus dem aktuellen Quartalsbericht, sowie Prognosen über zukünftige Entwicklungen, z. B. Wachstumserwartungen, sind in den aktuellen Kursen eingepreist.

Die starke Form der Informationseffizienz unterstellt, dass sämtliche relevanten Informationen sich im aktuellen Marktpreis eines Kapitalmarktinstrumentes niederschlagen, d. h. auch nichtöffentlich bekannte Informationen. Dies bedeutet z. B., dass auch die Kenntnis von Insiderinformationen nicht zu überlegenen Investitionsentscheidungen führen kann, da diese Informationen schon im Marktpreis enthalten sind.

Basierend auf der Annahme des vollkommenen Preismechanismus, können die Preise von Kapitalmarktinstrumenten dann theoretisch berechnet werden. Die zwei bekanntesten Modelle sind das Dividend Discount Model⁶² und das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das Dividend Discount Model ermittelt

⁶⁰ Vgl. Brealey / Myers 2000, S. 354 ff.

⁶¹ Vgl. Fama 1970, S. 383-417; Fama 1991, S. 1575-1617

⁶² Vgl. Buckley / Ross / Westerfield / Jaffe 2000, S. 119 ff.

den (inneren) Wert eines Wertpapiers aus der Diskontierung der zukünftig erwarteten Dividenden. Dabei wird unterstellt, dass die Dividende jährlich um einen konstanten Faktor wächst⁶³. Das Modell trägt der Risikostruktur unterschiedlicher Wertpapiere jedoch keine Rechnung. Das Capital Asset Pricing Model trägt der Bedeutung des Risikos insofern Rechnung, als es eine Risikoprämie in Abhängigkeit von der Korrelation des Wertpapiers mit dem Markt (Beta-Faktor) in die Ermittlung der zu fordernden Rendite des Wertpapiers einbezieht. Eine einführende Darstellung des CAPM findet sich bei Brealey und Myers⁶⁴.

Aus den Grundannahmen des vollkommenen Marktes folgt u. a., dass alle rationalen Investoren die gleiche Erwartung hinsichtlich der zukünftigen Marktentwicklung besitzen, da sie über die gleichen Informationen verfügen (Informationssymmetrie). Fragt man sich, wie die Anleger dann überhaupt Informationen gewinnen, wenn es sich nicht lohnt Informationen auszuwerten, kommt man zum sog. Informationsparadoxon⁶⁵.

Die Untersuchung der Rolle von Finanzanalysten im Rahmen der Neoklassik ist daher eng verbunden mit der Frage des Grades der Informationseffizienz des Kapitalmarktes. Das Tätigwerden von Analysten kann als gerechtfertigt angesehen werden, wenn ihre Tätigkeit zu einem besseren Informationsstand führt. Dies kann aber je nach verwendeter Analysemethode und in Abhängigkeit des unterstellten Grades der Informationseffizienz nur eingeschränkt gelten.

Unterstellt man zunächst schwach effiziente Kapitalmärkte, so lässt sich der Einsatz von Analysemethoden rechtfertigen, die nicht ausschließlich auf vergangenen Preisentwicklungen basieren. In diesem Fall stellen Aussagen über aktuelle und zukünftige Entwicklungen des Unternehmens (z. B. Umsatzprognosen, Änderung des Geschäftsmodells) einen möglichen Vorteil für die Beurteilung der zukünftigen Kursentwicklung des Unternehmens und

⁶³ Vgl. Harrington / Fabozzi / Fogler 1990, S. 16 ff.

⁶⁴ Vgl. Brealey / Myers 2000, S. 195 ff.

anderer abhängiger Kapitalmarktinstrumente dar. Diese Voraussetzung wird durch die technische Analyse nicht erfüllt. Geht man von einem nichtrationalen Verhalten der Investoren aus, verspricht die Behavioral Finance Erfolg bei der Entscheidungsfindung. Die Annahme des nichtrationalen Verhaltens widerspricht jedoch der These der Informationseffizienz.

Nimmt man eine semi-starke Form der Informationseffizienz an, führen nur Analyseverfahren zum Erfolg, die nichtöffentlich bekannte Informationen verarbeiten oder Aussagen über unbekannte zukünftige Entwicklungen treffen, und zwar in einer Weise, wie sie der Kapitalmarkt nicht treffen würde (z. B. Abweichen des eigenen Sentiments vom Konsensus).

Nimmt man die Form der starken Informationseffizienz an, besteht per definitionem keine Rechtfertigung mehr für die Tätigkeit von Finanzanalysten, da sämtliche kursrelevanten Informationen als eingepreist betrachtet werden.

Die neoklassische Theorie rechtfertigt also unter gewissen abgeschwächten Informationseffizienzannahmen das Wirken von Analysten in Kapitalmärkten. Eine Kategorisierung der einzelnen Analysemethoden nach ihrer Aussagekraft in Abhängigkeit des angenommenen Grades der Informationseffizienz kann der folgenden Tabelle entnommen werden.

Tabelle 5 – Aussagefähigkeit von Analysemethoden in Abhängigkeit vom Grad der Informationseffizienz

Analysemethode	Nicht effizient	Schwache Form	Semi-starke Form	Starke Form
Technische Analyse	X			
Behavioral Finance	X			
Fundamentalanalyse	X	X		
Faktormodelle und Quants	X	X	X	
Survival and Evolution	X	X	X	

Quelle: Eigene Darstellung

⁶⁵ Wenn die gegenwärtigen Preise alle verfügbaren Informationen enthalten und sich daher ein zusätzlicher Ressourceneinsatz zur Gewinnung von Informationen nicht lohnt, wie können dann die Preise alle relevanten Informationen beinhalten?

Die These der informationseffizienten Kapitalmärkte wurde durch eingehende empirische Tests vielfach untersucht, die zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Ebenso verhält es sich mit Untersuchungen zur Qualität der Analystenprognosen. Einige Untersuchungen zeigen, dass mit Analystenempfehlungen keine systematisch besseren Renditen als am Markt erzielt werden können⁶⁶. Andere Studien zeigen jedoch, dass es einen nachweisbaren Einfluss von Analystenempfehlungen auf die Börsenpreise, insbesondere bei Halten- und Verkaufsempfehlungen, gibt⁶⁷. Eine gute Gesamtübersicht über die empirischen Studien zur Markteffizienz wie auch zur Prognosegenauigkeit der Analysten findet man bei Henze⁶⁸.

1.3 Institutionenökonomie

Der Neoinstitutionalismus – auch Institutionenökonomie genannt – untersucht das Entscheidungsverhalten von (Markt-)Teilnehmern beim Preisbildungsprozess. Durch Kooperation dieser Teilnehmer kann es zu ökonomischen Vorteilen für alle Beteiligten kommen⁶⁹. Daher werden vorrangig die Institutionen untersucht, die zur Sicherung möglicher Kooperationsvorteile geeignet erscheinen. Es wird davon ausgegangen, dass die relevanten Teilnehmer sich bei ihren Entscheidungen ausschließlich von ihren Einkommenszielen leiten lassen sowie eine Einkommensmaximierung unter Beachtung ihres „Arbeitsleids“ betreiben.

Insbesondere erkennt der Neoinstitutionalismus an, dass der Kapitalmarkt kein reibungsloser Markt ist. Das Vorliegen von positiven Informationskosten als einer Art von Transaktionskosten bildet ein wesentliches Merkmal für unvollkommene Märkte. Die Informationskosten ergeben sich aus der ungleichen Verteilung von Informationen zwischen den Marktteilnehmern, wobei einzelne Teilnehmer gerade auf die Verarbeitung von Informationen spezialisiert sind⁷⁰.

⁶⁶ Vgl. bspw. Womack 1996, S. 137 ff.

⁶⁷ Vgl. auch Löffler 1999, S. 128–147. Löffler zeigt, dass auf dem deutschen Aktienmarkt u. U. Überrenditen durch Geschäfte im Nachgang von Veröffentlichungen von Gewinnprognosen erzielt werden können.

⁶⁸ Vgl. Henze 2005, S. 73 ff.

⁶⁹ Vgl. u. a. Neus 2003, S. 59 ff.

⁷⁰ Vgl. u. a. Neus 2003, S. 91

Man spricht von asymmetrischen Informationen, wenn einige Marktteilnehmer systematisch bessere Informationen besitzen als andere Marktteilnehmer, und von heterogener Informationsverteilung, wenn einzelne Teilnehmer zwar bessere Informationen besitzen, dies aber nicht systematisch der Fall ist⁷¹.

Im Folgenden wird beschrieben, welche Teilaspekte der Institutionenökonomie zur Beschreibung der Informationsverarbeitung und insbesondere zur Beschreibung der Rolle der Analysten am Kapitalmarkt hilfreich erscheinen und welche Rückschlüsse auf die Tätigkeit der Analysten daraus gezogen werden können. Die neoinstitutionalistische Theorie nutzt die folgenden drei Ansätze:

- (1) den Transaktionskostenansatz⁷²
- (2) die Agency-Theorie⁷³
- (3) die Property-Rights- oder Vertragstheorie⁷⁴

Untersucht man die Rolle der Analysten im neoinstitutionalen Kontext mit dem Ziel, Ansatzpunkte für die Stärkung der Integrität und Unabhängigkeit der Analysten zu finden, erweisen sich zwei grundsätzliche Fragen als interessant und hilfreich für die weitere Diskussion:

- (1) Wie lässt sich die Existenz von Finanzanalysten erklären und welche Institutionen und Organisationsformen der Praxis können damit erklärt werden?
- (2) Wie können Interessenkonflikte zwischen Kunden und Researchanbietern erklärt und in ihrem Einfluss auf das Ergebnis beherrscht werden?

Die erste Frage wird im Folgenden mittels des Transaktionskostenansatzes, die zweite mit Hilfe des Prinzipal-Agenten-Ansatzes untersucht. Die Theorie der Property Rights soll hier nicht weiterverfolgt werden, da zum einen die Zielrichtung der Property-Rights-Theorie für unsere Aufgabenstellung als

⁷¹ Vgl. u. a. Neus 2003, S. 94

⁷² Einführend bspw. bei Neus 2003, S. 123 ff.

⁷³ Einführend bspw. Jost 2001, S. 11 ff.

⁷⁴ Einführend bspw. Neus 2003, S. 107 ff.

wenig geeignet ist⁷⁵ und zum anderen die Grundannahmen, wie sie dem zentralen Coase-Theorem zugrunde liegen, nicht realitätsnah für unsere Zwecke erscheinen⁷⁶.

1.3.1 Der Transaktionskostenansatz

Die Erkenntnis, dass Marktunvollkommenheiten sich in der einen oder anderen Form über Transaktionskosten erklären lassen, führte zur Ausprägung des Transaktionskostenansatzes durch Coase als einer Form der Institutionenökonomie⁷⁷. Der Ansatz befasst sich mit der Beschreibung und Erklärung von organisierten Tauschbeziehungen und der Frage, warum Unternehmen eine Daseinsberechtigung neben Märkten haben⁷⁸.

Bei der arbeitsteiligen Durchführung des Austauschs von Produkten und Dienstleistungen kommt es zu Koordinationsaufwand (Transaktionskosten). Ziel dieses Ansatzes ist es, die Organisationsformen für Tauschbeziehungen zu finden, die bei gleichen Produktionskosten die Transaktionskosten minimieren. Als wesentliche Organisationsformen werden das Unternehmen (als hierarchische Organisation) und der Markt untersucht. Als Transaktionskosten im weitesten Sinne werden i. d. R. genannt⁷⁹:

- (1) Informationskosten
- (2) Verhandlungs- und Entscheidungskosten
- (3) Kosten für die Durchsetzung von vereinbarten Leistungen

Argumente für die Schaffung von hierarchischen Organisationsformen, d. h. Unternehmen, können sein⁸⁰:

⁷⁵ Laut Neus 2003, S. 110, verfolgt die Property-Rights-Theorie das deskriptive Ziel, die ursprüngliche staatliche Verteilung von Verfügungsrechten mit der Verteilung nach privatem Handel zu vergleichen und die Unterschiede zu erklären, sowie die zwei normativen Ziele, zu erklären, welche faktische Verteilung von Verfügungsrechten für die Gesamtwohlfahrt dienlich erscheint und welche staatliche initiale Verteilung von Verfügungsrechten erfolgen sollte.

⁷⁶ Vgl. u. a. Neus 2003, S. 111 ff.

⁷⁷ Der Transaktionskostenansatz wurde ursprünglich von Coase entwickelt. Er untersuchte bereits 1937 die Bedeutung von Unternehmen bei der Koordination von Aufgaben als einen weiteren wichtigen Koordinationsmechanismus neben dem Markt und postulierte Transaktionskosten als die wesentliche Ursache für diesen Umstand.

⁷⁸ Einführend Coase 1937

⁷⁹ Vgl. u. a. Neus 2003, S. 91

⁸⁰ Vgl. u. a. Neus 2003, S. 114 ff.

- (1) Minimierung der Transaktionskosten
- (2) komparative Kostenvorteile durch Integration
- (3) Internalisierung externer Effekte

Informationsintermediäre können Informationen effizienter verarbeiten als der normale Anleger, insbesondere als nichtinstitutionelle Anleger. Durch Konzentration von Analyse-Know-how bei den Researchanalysten steht zu erwarten, dass die Informationskosten (Transaktionskosten) insgesamt verringert werden⁸¹. Laut Hax können Finanzanalysten als Informationsintermediäre Kostenvorteile durch i) Wiederverwendung von Informationen, ii) Spezialisierung und iii) verringerte Kommunikationskosten erreichen⁸².

Für Investmentbanken entstehen zusätzlich komparative Kostenvorteile dadurch, dass sie im Rahmen der geltenden Regeln das Know-how der Analysten für ihre eigenen Handelsstrategien und das Empfehlungsverhalten der Verkaufsbereiche nutzen können. Ein weiterer komparativer Vorteil für Investmentbanken mit Researchabteilungen – die umfassende Mitarbeit von Analysten an Investmentbankingmandaten – wird aufgrund geänderter regulatorischer Vorgaben zukünftig nur noch eingeschränkt zu realisieren sein⁸³.

Mit dem Argument der Kostenvorteile bei der Informationsverarbeitung kann auch die Existenz bankenunabhängiger Analysten begründet werden. Allerdings fehlen den bankenunabhängigen Analysten die komparativen Kostenvorteile in Verbindung mit der Erbringung anderer Dienstleistungen, was einerseits die Finanzierung der bankenunabhängigen Analysten erschwert, aber andererseits gerade ihr höheres Maß an Unabhängigkeit begründet.

⁸¹ Vgl. u. a. Frank, Ralf*: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen? Intermediäre im Reduzieren von Komplexität – Begabung und Erfahrung wichtig – Auch ‚handwerkliche‘ Fertigkeiten zählen“, in: Börsen-Zeitung (Sonderbeilage „Aktienanalysten Award“), 03.06.2004 * Geschäftsführer der DVFA e. V.

⁸² Vgl. Hax 1998, S. 62 ff.

⁸³ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil V5.3 und Teil V5.5

In der Praxis kann es für die Investoren durchaus schwierig sein, aus einer Vielzahl von wenig bekannten und zumeist kleinen bankenunabhängigen Researchanbietern die guten herauszufinden. Der Transaktionskostenansatz liefert hierzu einen Lösungsansatz. So kann es aus Sicht der Nutzer von bankenunabhängigem Research sinnvoll sein, zusätzliche Marktzutrittsbeschränkungen für unabhängige Analysten einzuführen. Kommt es hierdurch zu einer Erhöhung der allgemeinen Qualität der Anbieter von Research, kann dies zu einer Senkung der Informations- und Entscheidungskosten der Nutzer bei der Auswahl guter bankenunabhängiger Anbieter führen und u. U. auch zu einer besseren gesamtwirtschaftlichen Lösung. Bei der Schaffung von künstlichen Marktzutrittsbarrieren besteht jedoch immer die Gefahr der Wettbewerbsverzerrung und erhöhter Kosten für den Verbraucher.

1.3.2 Der Prinzipal-Agenten-Ansatz

Die Prinzipal-Agenten-Theorie⁸⁴ (kurz Agency-Theorie) liefert den entscheidungstheoretischen Rahmen für die Untersuchung von Auftragsverhältnissen zwischen einem Auftraggeber (Prinzipal) und einem beauftragten Auftragnehmer (Agent), zumeist unter Annahme asymmetrisch verteilter Informationen in einem risikobehafteten Umfeld. Dabei liefert dieser Ansatz im Gegensatz zur Gleichgewichtstheorie auch eine Entscheidungshilfe für den Austausch von Waren, für die kein Markt und damit kein Preis die Steuerungsfunktion übernimmt. Interessenkonflikte und Informationsasymmetrie sowie unterschiedliche Risikoeinstellungen sind laut Jost⁸⁵ wesentliche Bausteine der Prinzipal-Agenten-Theorie. Die entscheidenden Fragen im Rahmen dieser Theorie lauten:

- (1) Wie führt der Agent die ihm übertragene Aufgabe durch?
- (2) Wie kann sichergestellt werden, dass der Agent im Sinne des Prinzipals handelt?

⁸⁴ Einführend Bamberg / Spremann 1989

⁸⁵ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 12 ff.

(3) Wie soll der Ertrag zwischen dem Prinzipal und dem Agent geteilt werden?

Die Festlegung der Zusammenarbeit und der Vergütung erfolgt im Rahmen eines Vertrages. Der Begriff des Vertrages ist dabei weit gefasst und beinhaltet nach Jost sämtliche institutionellen Möglichkeiten, die geeignet sind, die Entscheidungen des Agenten zu definieren, zu beeinflussen und zu koordinieren⁸⁶. Es macht jedoch keinen Sinn, Vertragselemente festzulegen, die aufgrund asymmetrischer Informationen nicht von beiden Vertrags- oder Kooperationspartnern beobachtbar sind⁸⁷. Dies trifft sowohl für nicht beobachtbares Verhalten als auch für Qualitätsmerkmale zu⁸⁸. Ferner erfordert die Durchsetzbarkeit des Vertrages bei Konflikten zwischen den Kooperationspartnern die Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung, und diese setzt wiederum beobachtbare Merkmale von Verträgen voraus.

Hart unterscheidet daher Beobachtbarkeit und Verifizierbarkeit von Verträgen folgendermaßen: Man spricht von Beobachtbarkeit, wenn die an einer Kooperation beteiligten Individuen übereinstimmende Informationen haben, und von Verifizierbarkeit, wenn dies auch für gerichtliche Instanzen gilt⁸⁹.

A priori kann nicht davon ausgegangen werden, dass sich beide Parteien an die Vertragsvereinbarungen halten werden. Ein Vertragsbruch wird erfolgen, sobald dies zur Nutzenmaximierung einer der Parteien beiträgt. Dieses Verhalten kann zu Interessenkonflikten führen. Folgt man Jost, so muss der Prinzipal bei abweichenden Agenteninteressen durch geeignete Vertragsgestaltung ein zielkonformes Verhalten des Agenten induzieren; man sagt: Der Vertrag muss anreizkompatibel sein⁹⁰. Das Einbeziehen der möglichen Entscheidungen des Agenten durch den Prinzipal wird in der Spieltheorie als strategisches Verhalten bezeichnet. Der Agent besitzt allerdings immer die Möglichkeit, den Vertrag aufgrund von vorteilhafteren Alternativen abzulehnen. Dieser Nutzen wird in der Literatur als

⁸⁶ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 13

⁸⁷ Vgl. Neus 2003, S. 96

⁸⁸ U. U. können jedoch beobachtbare Ersatzgrößen definiert werden.

⁸⁹ Vgl. Hart 1995

Reservationsnutzen bezeichnet. Daher stellt man die Bedingung an den Vertrag, dass das Entlohnungssystem so gestaltet ist, dass dieses Mindestniveau auch erreicht wird (Teilnahmebedingung)⁹¹.

Das Prinzipal-Agenten-Modell mit symmetrisch verteilten Informationen hat eine feste zeitliche Grundstruktur⁹²:

- (1) Der Prinzipal bietet dem Agenten einen Vertrag an, der ihm die Durchführung einer Aufgabe überträgt und seine Entlohnung regelt.
- (2) Der Agent entscheidet, ob er den Vertrag annimmt oder nicht.
- (3) Nimmt er den Vertrag an, führt er die Aufgabe im Rahmen der ihm zur Verfügung stehenden Alternativen durch.
- (4) Realisierung exogener zufälliger Einflussgrößen
- (5) Entsprechend dem im Vertrag spezifizierten Entlohnungssystem wird der Agent vertragsgemäß entlohnt.

Der für uns interessante Fall von asymmetrisch verteilten Informationen folgt dem gleichen zeitlichen Schema mit geringen Änderungen. Je nach Ursprung und Eintrittszeitpunkt der Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent ergibt sich als Resultat ein entsprechendes Vertragsproblem.

Abbildung 7 – Arten von Vertragsbeziehungen bei asymmetrisch verteilten Informationen inkl. spezifischer Vertragsprobleme nach Jost⁹³

	Hidden Action	Hidden Information	Hidden Characteristics
Ursprung des Informationsdefizits	Endogen	Exogen	Exogen
Zeitpunkt des Informationsdefizits	Ex post	Ex post	Ex ante
Vertragsproblem	Moral Hazard	Moral Hazard	Adverse Selection

Quelle: Jost

(1) Hidden Information

Hidden Information bezeichnet eine Situation, bei der der Agent bei der Durchführung seiner vertraglich vereinbarten Aufgabe Informationen gewinnt,

⁹⁰ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 19

⁹¹ Vgl. u. a. Jost, ebenda

⁹² Vgl. u. a. Jost 2001, S. 23 ff.

die jedoch nicht durch den Prinzipal beobachtbar sind, und dieser somit Schwierigkeiten hat, die Leistung des Agenten zu beurteilen⁹⁴.

Als Beispiel kann ein Vermögensverwalter (Agent) für einen Privatkunden (Prinzipal) genannt werden. Der Privatkunde wird i. d. R. nicht alle exogen realisierten Größen wie Zins-, Wechselkurs- und Aktienkursentwicklungen genauso gut beobachten können wie der Agent. Daher wird es dem Prinzipal auch schwer fallen, die Leistung des Agenten so einzuschätzen, wie dieser es selbst aufgrund seiner besseren Information kann.⁹⁵

(2) Hidden Action

Mit Hidden Action (Verhaltensunsicherheit) wird dabei das unbeobachtbare Verhalten des Agenten nach Vertragsabschluss (ex post) bezeichnet.

Beide Fälle von Informationsasymmetrien führen zum Vertragsproblem des Moral Hazard. Damit wird der Umstand beschrieben, dass der Agent seine Arbeitsleistung so wählen wird, dass er während der Dauer des Vertrags mit dem Prinzipal den Arbeitseinsatz wählt, der seine Nutzenfunktion maximiert, und der Prinzipal aufgrund der Informationsunterschiede dies nicht beurteilen kann.

(3) Hidden Characteristics

Man spricht von Hidden Characteristics (Qualitätsunsicherheit), wenn dem Prinzipal gewisse Eigenschaften des Agenten nicht bekannt sind, diesem aber durchaus⁹⁶. Die Vertragsverhandlung bei Einstellung eines neuen Mitarbeiters wird hier häufig als Beispiel zitiert. Der Arbeitgeber (Prinzipal) hat nur begrenzte Informationen über die tatsächliche Qualifikation des Arbeitnehmers (Agenten) für die zu besetzende Stelle und muss daher die Möglichkeit einkalkulieren, dass der Agent nicht alle Informationen über seine

⁹³ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 25

⁹⁴ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 25, S. 30

⁹⁵ Vgl. bspw. Spatt 2005, S. 1 ff.

⁹⁶ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 27 f.

Fähigkeiten offen legt. Dies führt dann zum Vertragsproblem der Adverse Selection, d. h., der Prinzipal erhält schlechtere Qualitäten als eingeplant, ein Umstand, der zu einer unerwünschten negativen Auslese führt.

Ganz allgemein empfiehlt Spremann als Lösungsansatz die „Offenlegung“ für den Fall der Hidden Characteristics sowie die Einführung entsprechender „Anreizsysteme“ bei Moral Hazard⁹⁷. Dabei verwendet er Moral Hazard synonym mit dem Begriff der Hidden Action, wobei seine Definition wohl auch die von Jost für Hidden Information umfasst. Zusätzlich sieht Spremann noch einen weiteren Grundtypus der Informationsasymmetrie, nämlich die Hidden Intention, verstanden als vertraglicher Spielraum des Agenten bei beobachtbarem Verhalten und Qualität. Als Lösungsansatz bei Hidden Intention schlägt Spremann vertikale Integration vor.

Jost diskutiert ebenso für jede der drei oben identifizierten Informationsasymmetrien Möglichkeiten für den Prinzipal, den Vertrag in seinem Sinne zu gestalten. Im Fall der Hidden Action und der Hidden Information empfiehlt er, Anreizsysteme zu verwenden, die sich u. U. auch auf beobachtbare Ersatzgrößen (Leistung von anderen Agenten) beziehen sollten⁹⁸. Als eine Lösung für das Vertragsproblem bei Hidden Characteristics werden dem Agenten mehrere Verträge angeboten mit dem Ziel, dass er den für sich vorteilhaftesten wählt und so eine Typisierung durch den Prinzipal erlaubt („Screening“). Eine andere Lösung kann das so genannte Signalling darstellen, bei dem der Agent seine nichtöffentlichen Informationen an den Prinzipal weitergibt. In der Praxis treten die einzelnen Situationen meist nicht getrennt auf. Sie werden jedoch in der Literatur regelmäßig ceteris paribus getrennt untersucht.

Dem Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Beziehung liegen Annahmen zugrunde⁹⁹, die nur bedingt mit der Realität der Analysten in Investment-

⁹⁷ Vgl. Spremann 1990, S.565 ff.

⁹⁸ Mit der in diesem Zusammenhang interessanten Frage der unerwünschten Kooperation von Agenten (Kollusion) zur Vermeidung der Vergleichbarkeit beschäftigt sich Krapp (2000) ausführlich.

⁹⁹ Vgl. u. a. Meinhövel 1999 für eine ausführliche Kritik der Annahmen und Aussagen der Prinzipal-Agenten-Theorie

banken übereinstimmen¹⁰⁰. So kommt es bei Analysten, die in Investmentbanken tätig sind, i. d. R. zu mehrstufigen Auftragsverhältnissen. Daher ist zur besseren Beschreibung der Rolle der Analysten im Rahmen der Agency-Theorie die Verwendung eines Prinzipal-Agenten-Modells mit wiederholter Delegation erforderlich¹⁰¹. Zusätzlich erscheint es sinnvoll, die Beziehung der Analysten zu ihren Auftraggebern mittels mehrperiodiger Prinzipal-Agenten-Modelle zu beschreiben, da nur so dem Thema Reputation sinnvoll Rechnung getragen werden kann¹⁰².

Ferner kann es zu Situationen kommen, in denen die Bank oder der Analyst (Agent) konfligierende Aufträge von mehreren Auftraggebern (Principals) erhält¹⁰³. Die hieraus entstehenden externen (institutionellen) Interessenkonflikte lassen sich nicht mit dem Standardmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie erklären. Die entsprechende Erweiterung der Agency-Theorie wird als Common-Agency-Theorie (gemeinsame Auftragsbeziehungen) bezeichnet und wurde erstmals durch Bernheim und Whinston eingeführt¹⁰⁴. Sie untersuchen die Beziehungen zwischen einem Agenten und mehreren Auftraggebern¹⁰⁵. In diesem Modell werden zwischen den Auftraggebern und dem Agenten keine Verträge vereinbart, die Entlohnung richtet sich nur nach dem am Ende beobachtbaren Resultat. Im Ergebnis kommt es nur dann zu einer Auftragserfüllung durch den Agenten für mehrere Auftraggeber, wenn sich die Zielfunktionen der einzelnen Auftraggeber annähern (Gleichgewichtslösung), da es sich ansonsten für den Agenten lohnt, den Auftrag des einen oder anderen Auftraggebers vorzuziehen¹⁰⁶.

In der Praxis lassen sich grundsätzlich drei unterschiedliche Funktionen der Finanzanalysten mittels des Grundmodells der Agency-Theorie beschreiben

¹⁰⁰ Vgl. u. a. Jost 2001, S. 18

¹⁰¹ Vgl. u. a. Krapp 2000, S. 115 ff., für eine Einführung in mehrstufige Delegationsbeziehungen

¹⁰² Auf die Bedeutung der Reputation der Analysten wird in der Literatur regelmäßig hingewiesen. Vgl. u. a. Hax 1998. Hax beschreibt ein Modell, das den Aufbau von Reputation zur Sicherung der Glaubwürdigkeit von Analysten detailliert untersucht.

¹⁰³ Die denkbaren Konstellationen im Zusammenhang mit Research werden ausführlich in Teil III2.4 beschrieben.

¹⁰⁴ Vgl. Bernheim / Whinston 1986, vgl. auch Bernheim / Whinston 1985, S. 269–281, vgl. auch Olsen / Torsvik 1993, S. 2 ff.

¹⁰⁵ Spatt liefert eine Beschreibung von Common Agency Interessenkonflikten von Portfoliomanagern im Asset Management; vgl. Spatt 2005

¹⁰⁶ Vgl. Bernheim / Whinston 1986, S. 928 f., S. 938 ff.

und begründen¹⁰⁷:

- (1) Analysten als Unternehmensüberwachungsagenten der Investoren¹⁰⁸
- (2) Analysten als spezialisierte Informationsverarbeitungsagenten der Investoren bei Anlageentscheidungen
- (3) Analysten als Informationsübermittlungsagenten der Unternehmen¹⁰⁹

Insbesondere die zweite Funktion ist für unsere Arbeit von Interesse, da hier die Interessenkonflikte in Investmentbanken besonders zum Tragen kommen können.

Im zweiten Fall handelt es sich i. d. R. um ein mehrstufiges Auftragsverhältnis, d. h., der Investor beauftragt die Investmentbank mit der Erstellung von Research, die wiederum den Auftrag durch bei ihr angestellte Analysten erfüllen lässt. Für den Investor ist nicht ersichtlich, wie „gut“ oder wie „schlecht“ der Analyst gearbeitet hat, da er nicht beurteilen kann, ob der Analyst aufgrund seines hohen Arbeitsaufwandes oder seines besonderen Könnens mit seiner Bewertung richtig gelegen hat oder ob die Bewertung nur zufällig mit dem eingetretenen Ereignis übereinstimmt. Der Investor kann ferner nicht erkennen, inwieweit die Bank Einfluss auf das Ergebnis des Analysten genommen hat – eine typische Situation, in der das Vertragsproblem des Moral Hazard sowohl bei der Bank als auch beim Analysten auftritt. Das Problem der Hidden Characteristics, d. h. der begrenzten Kenntnis der Anleger über die Fähigkeiten des Analysten, spielt in dieser Konstellation ebenfalls eine wichtige Rolle. Die einzelnen Interessenkonflikte werden in Teil III ausführlich diskutiert und systematisiert. Die Lösungsansätze der Praxis werden in Teil IV vorgestellt.

¹⁰⁷ Vgl. u. a. Hax 1998, S. 47 ff.

¹⁰⁸ Vgl. Diamond 1984, S. 397

¹⁰⁹ Vgl. Ramakrishnan / Thakor 1984, S. 415 ff.

1.4 Der betriebswirtschaftliche Ansatz

Nachdem bereits aus Sicht des Kapitalmarkts und aus volkswirtschaftlicher Sicht erörtert wurde, welche Rolle den Finanzanalysten zukommt bzw. wie ihr Wirken erklärt werden kann, soll in diesem Abschnitt aus unternehmerischer Sicht beschrieben werden¹¹⁰, warum Investmentbanken Researchabteilungen betreiben. Die Fragen dabei sollen lauten:

- (1) Was sind die Entscheidungskriterien, um Research als ein Geschäftsfeld aufzunehmen?
- (2) Wie kann der unternehmerische Erfolg der Researchabteilung gemessen werden?

1.4.1 Entscheidungskriterien

Bei Investmentbanken handelt es sich i. d. R. um privatwirtschaftlich organisierte Unternehmen in Form von Kapitalgesellschaften. Nach anerkannter Theorie¹¹¹ bildet die Gewinnmaximierung¹¹² eines der Hauptziele privatwirtschaftlich geführter Unternehmen. Die Eigentümer der Investmentbanken erwarten, dass Investitionsentscheidungen, insbesondere strategische, am Ziel der Gewinnmaximierung gemessen werden. Strategische Entscheidungen sind bekanntermaßen schwierig zu strukturieren¹¹³.

Die Errichtung einer Researchabteilung fällt in die Kategorie der strategischen Investitionsentscheidungen. Die Entscheidung sollte anhand der folgenden monetären und nichtmonetären Kriterien erfolgen, die wesentlichen Einfluss

¹¹⁰ Bei Eppler und Mengis findet sich eine allgemeine Beschreibung der Bedeutung von Analysten für politische und betriebliche Entscheidungsprozesse. Als Hauptaufgabe wird die Schaffung einer neutralen und transparenten Entscheidungsbasis bei komplexen Themenbereichen und Problemstellungen genannt. Vgl. Eppler / Mengis 2003, S. 63–65

¹¹¹ Vgl. bspw. Hahn 1997, S. 59

¹¹² Vgl. u. a. Hardes / Schmitz / Uhly 2002, S. 83 ff.: „Die Annahme der Gewinnmaximierung gilt als rationales Verhaltensprinzip privatrechtlich organisierter Unternehmen, aus dem sämtliche Produktionsentscheidungen abgeleitet werden können.“

¹¹³ U. a. Kruschwitz führt in die Behandlung von Investitionsentscheidungen als Entscheidungsproblem ein und behandelt ausführlich Investitionsentscheidungen bei Unsicherheit. Vgl. Kruschwitz 1993, S. 5 ff. und S. 241 ff.

auf den zu erzielenden Zusatzgewinn aus der Einrichtung einer Researchabteilung haben dürften:

- (1) Erhöhung des Transaktionsvolumens im Sekundärmarkthandel der Investmentbank mit Kunden und damit verbunden die Generierung zusätzlicher Provisionserträge (Umsatzprovisionen)¹¹⁴
- (2) Erhöhung des Transaktionsvolumens im Primärmarkt-/Emissionsgeschäft der Investmentbank mit Kunden und damit verbunden die Generierung zusätzlicher Provisionserträge (Emissions- und Platzierungsprovisionen)
- (3) Absatz zusätzlicher Beratungsdienstleistungen (Cross-Selling) durch die Investmentbank bei bestehenden Kundenbeziehungen und darüber hinaus die Erzielung zusätzlicher Provisionen (ggf. Beratungsprovisionen)
- (4) Nutzung der Researchkapazität für den Eigenhandel und die eigene strategische Ausrichtung der Investmentbank mit dem Ergebnis zusätzlicher Erträge
- (5) Umfang der zusätzlichen Aufwendungen für Einrichtung und Betrieb einer Researchabteilung (Personal- und Sachkosten, Kosten für Support- und Kontrollabteilungen sowie -prozesse, regulatorische Kosten etc.)

1.4.2 Erfolgsrechnung

Theorie und Praxis halten ein breites Sortiment an Ansätzen zur Messung des Ertrags bzw. der Rendite strategischer Investitionen bereit¹¹⁵. Nichtsdestotrotz ist es in der Praxis schwierig, den Erfolg bzw. den Ergebnisbeitrag von Researchabteilungen für Investmentbanken zu messen. Dies liegt vor allem daran, dass das Betreiben einer Researchabteilung eine Investition mit schlecht abgrenzbaren Zahlungsströmen und nichtmonetären Nutzenbeiträgen, insbesondere auf der Ertragsseite, darstellt¹¹⁶. Dies wird

¹¹⁴ Vgl. Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004. Dort schreibt er: „Research – kein Selbstzweck: Die Aufnahme der Coverage durch den Analysten bedeutet eine Zuteilung von teuren Ressourcen (der Arbeitszeit und -kraft) des Brokers, die in aller Regel dann geschieht, wenn das Brokerhaus die Möglichkeit sieht, mit der Distribution des Research über das Wertpapier Handel und damit Umsatz zu generieren. Damit wird deutlich, wie bedeutend die Aufgabe der Gewinnung von Coverage für die Emittenten ist.“

¹¹⁵ Vgl. u. a. Serfling 1992, S. 270 ff., oder auch Götze / Bloech 1995

¹¹⁶ Vgl. u. a. Serfling 1992, S. 281 ff., für einen Ansatz zum Controlling von Investitionen, „... deren Nutzen sich weder direkt noch ausschließlich in

sich erst mit einer separat ausgewiesenen Bezahlung für Researchstudien ändern¹¹⁷.

1.5 Behavioral Finance

Der kapitalmarkttheoretische Ansatz der Behavioral Finance unterscheidet sich in einem Punkt grundlegend von den bereits betrachteten Erklärungsmodellen für Entscheidungen an Kapitalmärkten. Für diese war die Annahme eines rational handelnden Homo economicus zentral. Abweichendes Verhalten wurde als unsystematisches, sich im Mittel aufhebendes Verhalten betrachtet.

Im Rahmen der Behavioral Finance wird von dieser Annahme, begründet durch alltägliche Beobachtungen und ausführliche Verhaltensstudien zu Entscheidungen in komplexen Situationen, abgerückt¹¹⁸.

Stattdessen tritt folgende Annahme ins Zentrum dieser Theorie: Menschen verhalten sich nicht immer rational, jedoch sind die Abweichungen von der Rationalität beobachtbar, oft sogar systematisch und haben ihren Ursprung in der menschlichen Psychologie.

Daniel Kahneman und Amos Tversky legten in Aufsätzen über die Fehler in heuristischen Denkprozessen von Entscheidern im Jahr 1974 und im Rahmen ihrer Prospect Theory zu Framing-Effekten (Entscheidungen werden durch die Form oder den Rahmen inhaltlich beeinflusst) in 1979 die entscheidenden Grundlagen zur Behavioral Finance¹¹⁹. Diese Ansätze wurden schnell auf andere Bereiche der Praxis, so u. a. auch auf Entscheidungen an Finanzmärkten, übertragen und haben sich als geeignetes Model zur Beschreibung von Entscheidungsprozessen erwiesen. So wurde das Konzept

zusätzlichen verkauften Produkten und somit in Kosten/Leistungsrelationen oder Rückflüssen messen lässt".

¹¹⁷ Siehe dazu auch unten zum „Unbundling“ in Teil V2.4.2 und Teil VII.3. Mit der Entscheidung von Fidelity, die Deutsche Bank ab 1. Januar 2006 separat für Research zu bezahlen, wurde in der Praxis ein wichtiger diesbezüglicher Schritt unternommen. Vgl. dazu Schreiber: „Fidelity krempelt Researchmarkt um“, in: Financial Times Deutschland, 27.12.2005, S. 19

¹¹⁸ Einführend bspw. Goldberg / Nitzsch 2004

¹¹⁹ Vgl. Tversky / Kahneman 1979, S. 1124-1131

der Repräsentativität (Urteile, die auf Stereotypen basieren) im Jahr 1985 von Thaler und de Bondt auf die Marktpreisbildung angewandt.

Die Beobachtungen und Aussagen zu den heuristisch bedingten Verzerrungen und den Framing-Effekten im Rahmen der Behavioral Finance liefern so die Grundlage für eine Erklärung und Ableitung von nichteffizienten Märkten.

Dieser Abschnitt fasst die wichtigsten Aussagen der Behavioral Finance zusammen und weist auf Verbindungen zur Rolle der Finanzanalysten in Kapitalmärkten hin. Eine umfassendere Darstellung der aktuellen Forschungsergebnisse der Behavioral Finance findet sich bei Shefrin¹²⁰.

An dieser Stelle soll nicht unerwähnt bleiben, dass die traditionelle Finanztheorie der Behavioral Finance teilweise noch recht skeptisch gegenübersteht. U. a. vertritt Fama, der Begründer der Kapitalmarkteffizienztheorie, in einem Aufsatz von 1998 die Auffassung, dass die Behavioral Finance sich lediglich mit der Suche und Beschreibung von Anomalien in einem ansonsten effizienten Kapitalmarkt beschäftigt, jedoch keine eigenständige Kapitalmarkttheorie darstellt¹²¹. Auch Miller, einer der Begründer der Dividententheorie, vertrat noch 1986 einen ganz ähnlichen Standpunkt¹²².

1.5.1 Heuristisch bedingte Verzerrung

Untersuchungen der Psychologie haben gezeigt, dass Menschen bei der Entscheidungsfindung heuristische Verfahren, d. h. nichtexakte Problemlösungsverfahren, nutzen. Diese führen aber aufgrund von Fehlern nicht immer zu den richtigen Ergebnissen¹²³. Durch die Behavioral Finance wurden u. a. die folgenden Fehlerquellen identifiziert:

¹²⁰ Ausführlich bei Shefrin 2000

¹²¹ Vgl. Fama 1998b, S. 14-16

¹²² Vgl. Miller 1986, S. 451-468

(1) Repräsentativität

Repräsentativität hat mit Vertrauen auf Stereotypen zu tun, z. B., dass Menschen dazu neigen, Verlierer der Vergangenheit auch als Verlierer der Zukunft einzuschätzen. Dabei wird teilweise in unzulässiger Weise von historischen Informationen auf zukünftige Entwicklungen geschlossen und die Regression zum Mittel vernachlässigt bzw. falsch eingeschätzt¹²⁴.

Ein bekanntes Beispiel der Finanzwelt erwähnen de Bondt und Thaler¹²⁵. Sie stellten fest, dass Aktien, die in den letzten drei Jahren überdurchschnittlich viel verloren, in den folgenden drei Jahren überdurchschnittliche Gewinne erzielten. Aufgrund ihres Vertrauens auf Stereotypen und unter Vernachlässigung der Regression zum Durchschnitt tendieren Analysten dagegen häufig dazu, sich bei ihren langfristigen Gewinnvorhersagen von den Gewinnen der Vergangenheit leiten zu lassen. Somit sind sie bei vergangenen Gewinnern zu optimistisch und bei vergangenen Verlierern zu pessimistisch¹²⁶.

(2) Selbstüberschätzung

Untersuchungen haben gezeigt, dass Menschen ihre eigenen Fähigkeiten überschätzen und zu selbstsicher reagieren bzw. entscheiden¹²⁷. Shefrin zeigt dies anhand eines anschaulichen Beispiels¹²⁸.

(3) Anchoring-and-Adjustment und Konservativismus

Diese Art der heuristisch bedingten Verzerrung beruht auf einem typischen Problem im Umgang mit Wahrscheinlichkeiten. Von Psychologen wurde empirisch beobachtet, dass Entscheider, die mit einer ursprünglichen

¹²³ Vgl. o. A.: „Aktienanalysten üben Selbstkritik“, in: Börsen-Zeitung, 06.03.2003. Hier wird von Investmentmanagern die Ansicht vertreten, dass Aktienbeurteilung eine Mischung aus rationaler Finanzanalyse und irrationaler Marktpsychologie sei.

¹²⁴ Vgl. Shefrin 2000, S. 17

¹²⁵ Vgl. Bondt / Thaler 1985, S. 793-805; vgl. Bondt / Thaler 1987, S. 557-581

¹²⁶ Vgl. Bondt 1992

¹²⁷ Vgl. u. a. Barber / Odean 1999

¹²⁸ Vgl. Shefrin 2000, S. 20

Wahrscheinlichkeit für ein zukünftiges Ereignis sowie später mit einer zusätzlichen Wahrscheinlichkeit zu dem gleichen zukünftigen Ereignis konfrontiert werden, dazu neigen, sich zu stark an der ursprünglichen Wahrscheinlichkeit zu orientieren (Anchoring) und sich später nicht ausreichend den neuen Informationen anzupassen (Adjustment) ¹²⁹.

Shefrin wendet diese Beobachtung auf die Aufgabe von Analysten an, die unter Unsicherheit eine Aussage zu den zukünftigen Gewinnen von Unternehmen treffen müssen¹³⁰. Wie reagieren Analysten beim Eintreffen von neuen Informationen, z. B. bei neuen Ertragsankündigungen von Unternehmen? Laut Shefrin revidieren sie ihre Ertragsvorhersagen nicht hinreichend genug (Konservativismus), um den neuen Informationen Rechnung zu tragen. Daher haben positive Ertragsüberraschungen noch positivere Ertragsüberraschungen zur Folge und umgekehrt.

(4) Ambiguitätsaversion

Dieses Verhaltensmuster beschreibt die beobachtbare Reaktion von Menschen, sich bei der Wahl zwischen einem Ereignis mit 50%iger Erfolgswahrscheinlichkeit und einem Ereignis mit unbekannter Erfolgswahrscheinlichkeit für die bekannte Variante zu entscheiden. Sie ziehen also das Bekannte dem Unbekannten vor¹³¹.

(5) Gefühl und Verstand

Die zentrale Aussage unter dieser Überschrift ist, dass Emotionen eine wichtige Rolle dabei spielen, wie sich Menschen an einzelne Ereignisse erinnern. Phänomene, die im Zusammenhang mit Repräsentativität auftreten, haben sowohl ein kognitives als auch ein emotionales Element¹³².

¹²⁹ Vgl. Edwards 1982

¹³⁰ Vgl. Shefrin 2000, S. 111 ff.

¹³¹ Vgl. Shefrin 2000, S. 22 f.

¹³² Vgl. Shefrin 2000, S. 23 f.

1.5.2 Abhängigkeit vom Rahmen

Dieser Bereich der Behavioral Finance folgt einem Ansatz, der geradezu entgegengesetzt zu der von Modigliani und Miller postulierten These der Unabhängigkeit vom Rahmen steht¹³³. Die wesentliche Aussage ist, dass Entscheidungen durch die Form oder den Rahmen, d. h. die Art und Weise, wie Informationen zugänglich sind, beeinflusst werden.

Die richtungsweisenden Ansätze hierzu lieferten Kahneman und Tversky in ihrer Arbeit zur Prospekttheorie¹³⁴. Sie beschrieben, wie Menschen angesichts von Risiken und Unsicherheit eine Wahl treffen, und lieferten damit Belege für die Rahmenabhängigkeit.

Die Konzepte dieses Bereichs der Behavioral Finance, die Einfluss auf Entscheidungsprozesse ausüben, sind Verlustaversion, mentale Buchhaltung, hedonistisches Bearbeiten und Risikotoleranz, Selbstkontrolle, Reue und letztlich Geldillusion. Eine erste Übersicht über die genannten Konzepte der Theorie der Abhängigkeit vom Rahmen findet sich bei Shefrin¹³⁵.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass die Abhängigkeit vom Rahmen eine kognitive und eine emotionale Seite hat. Die kognitiven Aspekte beschäftigen sich mit der Art und Weise, wie Informationen mental abgelegt werden, also auch mit der Codierung von Gewinnen und Verlusten. Als wichtigste emotionale Eigenschaft der Menschen in diesem Zusammenhang bleibt die Verlustaversion festzuhalten, d. h. die Tatsache, dass Menschen Verluste viel stärker als Gewinne wahrnehmen. Dieses Gefühl wird noch verstärkt, wenn sich die Menschen die Entscheidung, die zu den Verlusten führte, selbst zurechnen.

¹³³ Vgl. Modigliani / Miller 1958, S. 261-297

¹³⁴ Vgl. Kahneman / Tversky 1979, S. 263-291

¹³⁵ Vgl. Shefrin 2000, S. 26 ff.

2 Theorie der Regulierung

Die Wirtschaftstheorie hat sich ausführlich und in unterschiedlichen Ansätzen mit der Begründung und den Zielen der Regulierung¹³⁶ im Allgemeinen und von Banken im Besonderen¹³⁷ beschäftigt. Eine vergleichbare Aufmerksamkeit hat die Regulierung der Finanzanalysten aus wirtschaftstheoretischer Perspektive noch nicht erfahren. Es stellt sich daher die Frage, wie sich die aktuell beobachtbaren staatlichen regulatorischen Eingriffe in das Wirken von Finanzanalysten erklären und rechtfertigen lassen.

Dieser Abschnitt befasst sich mit zwei wirtschaftstheoretischen Ansätzen (ökonomischer Ansatz, Anlegerschutzansatz) zur Erklärung dieser Regulierung. Bei der Erörterung werden Erklärungsansätze der Regulierung von Banken genutzt, da aufgrund der Informationsintermeditation der Banken Parallelen zur Rolle der Analysten bestehen. Die konkrete Ausgestaltung der Regulierung von Finanzanalysten wird ausführlich in Teil V2 diskutiert.

2.1 Ökonomische Ansätze

Es werden oftmals grundsätzlich drei konkurrierende Theorien der Regulierung unterschieden¹³⁸:

- (1) Theorie des Marktversagens und des öffentlichen Interesses
- (2) Theorie der Vereinnahmung durch den regulierten Wirtschaftszweig
- (3) Theorie von Angebot und Nachfrage auf dem Regulierungsmarkt

Dabei kann die erste Theorie den normativen und die zweite und dritte Theorie den positiven Regulierungstheorien zugeordnet werden. Im Gegensatz zur normativen Theorie – eine Intervention ist nur dann zulässig, wenn ein Marktversagen vorliegt und gezeigt werden kann, dass die Regulierung effizienzsteigernd wirkt – geht die positive Theorie¹³⁹ über die normative hinaus und bezieht den politischen Prozess der Regulierung

¹³⁶ Vgl. Hayek 1960, S. 288 f., vgl. ferner Hayek 1983 und Brennan / Buchanan 1993

¹³⁷ Vgl. u. a. Stillhart 2002 und Duso 2002

¹³⁸ Vgl. u. a. bei Peltzman 1976, S. 211-240, vgl. neuer bei Zweifel / Eisen 2003, S. 360 ff.

¹³⁹ Vgl. ebenda; vgl. auch Frey 1970, S. 9-20

explizit in ihre Überlegungen mit ein. Es werden die Gruppen aufgezeigt, die von Regulierungen profitieren bzw. Schaden nehmen können. Damit lassen sich Interventionen erklären, die nur einer kleinen Gruppe Vorteile verschaffen, gesamtwirtschaftlich aber eindeutig schädlich sind.

2.1.1 Theorie des Marktversagens und des öffentlichen Interesses

Ordnet man die stark positive Kursentwicklung der Aktienmärkte in der zweiten Hälfte der 90er Jahre bis einschließlich Frühjahr 2000 sowie die anschließende stark negative Kurskorrektur bis ins Frühjahr 2003 als ein Marktversagen ein – z. B. aufgrund einer zu starken Abweichung der Realwirtschaft von der Finanzwirtschaft –, wäre nach der normativen Theorie ein staatlicher Eingriff gerechtfertigt, aber nur dann, wenn durch den Eingriff eine Effizienzsteigerung des Marktes zu erwarten ist.

Wie sollte dieser Eingriff jedoch aussehen? Die Theorie des öffentlichen Interesses liefert zur Frage, welche Mittel zur Erreichung der Ziele eingesetzt werden sollten, keine Antworten.

In Bezug auf Finanzanalysten ist also die Frage zu beantworten, ob die Analysten zu dem angenommenen Marktversagen wesentlich beigetragen haben bzw. es hätten verhindern können. Ein empirischer Beweis hierfür liegt bisher nicht vor, wobei einzelne Studien den Analysten durchaus die Fähigkeit zusprechen, das Anlegerverhalten zu beeinflussen¹⁴⁰.

Unterstellt man, dass das Empfehlungsverhalten der Analysten das Marktversagen begünstigt hat, wäre eine auf die Ursachen des Fehlverhaltens der Analysten gerichtete Regulierung dann gerechtfertigt, wenn sie zu einer besseren Funktionsfähigkeit des Marktes führt. Diese Frage wird in Teil VII3 ausführlich diskutiert und nur teilweise für die in der Praxis ergriffenen Maßnahmen bejaht.

¹⁴⁰ Vgl. u. a. Gerke / Oerke 1998

2.1.2 Theorie der Vereinnahmung durch den regulierten Wirtschaftszweig

Bei diesem Erklärungsansatz versucht der zu regulierende Wirtschaftszweig, den Gesetzgeber zu vereinnahmen und seine Interessen durchzusetzen¹⁴¹. Diese Interessen bestehen zum einen in der Erlangung von Subventionen und zum anderen im Schutz gegen Wettbewerb durch Außenseiter. Es wird unterstellt, dass diejenigen Interessengruppen ihre Interessen durchsetzen, die sich zu geringen Kosten organisieren und das bessere fachspezifische Wissen haben¹⁴².

Dieser Ansatz erweist sich zur Erklärung der aktuellen Regulierung der Analysten als nicht sonderlich hilfreich. Zum einen war der Auslöser der Regulierung ein externes Ereignis und nicht das Bestreben der Banken nach Subventionen oder Verdrängung, und zum anderen ist durch die neuen Regularien für die Banken keine Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition erkennbar.

2.1.3 Theorie von Angebot und Nachfrage auf dem Regulierungsmarkt

Dieser Ansatz stellt eine Verallgemeinerung des Ansatzes der Vereinnahmung durch den regulierten Wirtschaftszweig dar und geht auf Stigler (1971)¹⁴³ und Peltzman (1976)¹⁴⁴ zurück.

Die Theorie von Angebot und Nachfrage wird auf die „Ware“ Regulierung angewendet. Auf unseren Fall angewendet, würde dies bedeuten, dass als Anbieter der Regulierung die Regierung, die Aufsichtsbehörden, die Staatsanwaltschaft sowie die Self Regulatory Organizations¹⁴⁵ in Frage kommen. Auf der Nachfrageseite wären die regulierten researcherstellenden Unternehmen sowie die Anleger zu nennen.

¹⁴¹ Vgl. z. B. Possner 1974, S. 335-358

¹⁴² Vgl. Stigler 1971, S. 3-21

¹⁴³ Vgl. Stigler 1971

¹⁴⁴ Vgl. Possner 1974, S. 335-358

¹⁴⁵ Z. B. die NASD oder die NYSE

Die Angebotsseite wägt dabei die Vor- und Nachteile zusätzlicher Regulierung gegeneinander ab. Die Vorteile für die Anbieter können entweder i) in weiteren Wahlkampfspenden durch die regulierten Unternehmen oder ii) in Anerkennung und Wiederwahl durch die wahlberechtigten Anleger bestehen¹⁴⁶. Der Vorteil zusätzlicher Regulierung liegt also für die Mitglieder der Regierung, aber auch für die anderen öffentlichen Institutionen in verbesserter Anerkennung und möglicherweise verbesserten Karrierechancen. Der Nachteil für die Anbieter läge in dem Risiko, dass i) die Unternehmen sich überreguliert fühlen oder ii) die wahlberechtigten Anleger effizienzmindernde Regulierungsmaßnahmen zu spüren bekommen und deshalb zu anderen Parteien oder Politikern überlaufen¹⁴⁷. Daher würden die Anbieter zusätzliche Regulierung nur einführen, wenn ein entsprechend höherer Preis (Zuwendung der Unternehmen, steigende Wahlchancen) zu erwarten ist (steigende Angebotsfunktion, vgl. Abb. 8).

Für die Nachfrageseite in der Form der Unternehmen liegt der Vorteil von mehr Regulierung in weniger Wettbewerb und darüber hinaus in der Ausgrenzung von unerwünschten neuen Wettbewerbern¹⁴⁸. Allerdings wird die Bereitschaft, für Regulierung zu zahlen, mit zunehmender Regulierung abnehmen, da die Gefahr der Bürokratisierung besteht. Gleichermäßen ergibt sich für die Investoren anfänglich ein Vorteil durch mehr Regulierung durch den Schutz vor nichtobjektivem Research sowie durch Erlangung erhöhter Transparenz im Zusammenhang mit Interessenkonflikten. Daher werden auch die Anleger zunächst bereit sein, einen hohen Preis für zusätzliche Regulierung zu zahlen. Bei weiter steigender Regulierung ist jedoch von fallendem Grenznutzen für die Investoren auszugehen. Dies bedeutet jedoch, dass von einer fallenden Nachfragefunktion auszugehen ist.

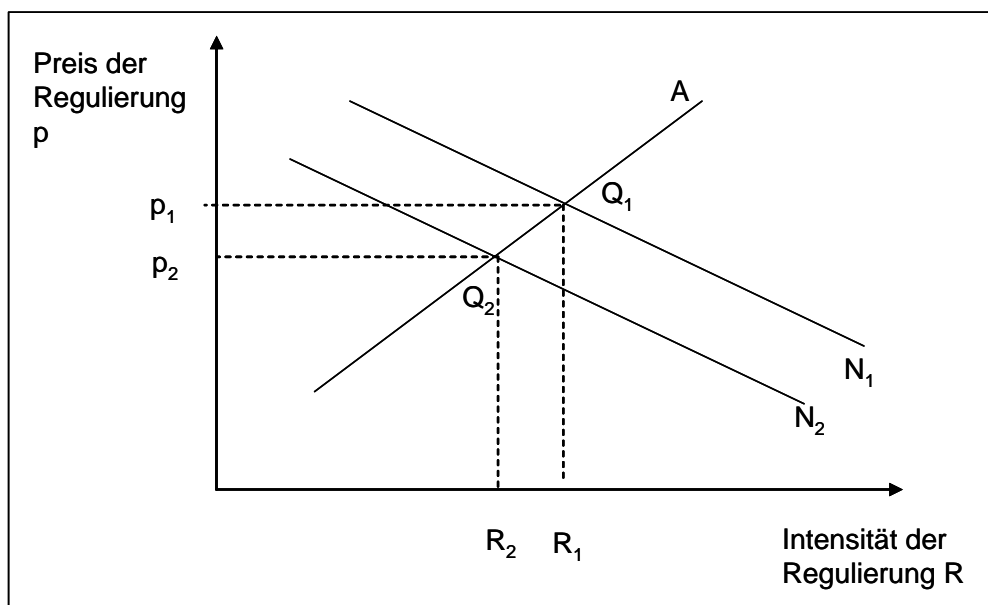
¹⁴⁶ Zweifel / Eisen beschreiben das Konzept anhand des Versicherungsmarktes. Die Versicherungskäufer (VK) entsprächen bei uns den Investoren und die Versicherungsunternehmen (VU) den Investmentbanken. Vgl. Zweifel / Eisen 2003, S. 362

¹⁴⁷ Vgl. Zweifel / Eisen 2003, ebenda

¹⁴⁸ Daher sollten neue Regulierungsvorhaben immer unabhängig an nachvollziehbaren Kriterien überprüft werden. So fordert z. B. Davies: „[Regulators] should also be careful always to consider the potential impact of their activities on competition. The Act of Parliament establishing the FSA imposes a requirement on the authority to produce an analysis of the impact of any new regulation or supervisory practice

Damit werden sich je nach Regulierungsangebot und -nachfrage in einzelnen Märkten unterschiedliche Angebots- und Nachfragegleichgewichte herausbilden. Unterstellt man ein in etwa gleiches Angebot von Regulierung der Analysten bzw. researcherstellenden Investmentbanken in den USA und in der Bundesrepublik (A) sowie eine vergleichsweise höhere Nachfrage nach Regulierung von Analysten und Investmentbanken in den USA (N_1) – u. a. aufgrund der dort bekannt gewordenen Verfehlungen von Analysten – als in der Bundesrepublik (N_2), kommt man zu folgendem Ergebnis: In den USA kommt es unter diesen Annahmen zu einem Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage (Q_1) mit höherer Regulierung (R_1) und höherem Preis (p_1) als in der Bundesrepublik mit einem Gleichgewicht in (Q_2). Diese Überlegungen scheinen sich recht gut mit den in der Praxis zu beobachtenden Regulierungsaktivitäten in den USA und in Deutschland zu decken, wobei auf der Nachfrageseite insbesondere die Investoren als Motor der Nachfrage zu sehen sind und nicht, wie theoretisch möglich, die Unternehmen. Insgesamt bietet dieses Modell für die Erklärung der momentan beobachtbaren Regulierungsaktivitäten einen sehr hilfreichen theoretischen Überbau. Diese Zusammenhänge sind in der folgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 8 – Der Preis der Regulierung als Gleichgewicht des Angebots und der Nachfrage



Quelle: Zweifel/Eisen 2003

2.2 Anlegerschutz als Begründung einer Regulierung

Eine häufig gewählte Begründung für mehr Regulierung ist der Schutz der Anleger¹⁴⁹. Assmann bietet hierzu einen guten Gesamtüberblick¹⁵⁰.

Im Fall der Researcherstellung durch Investmentbanken bilden die asymmetrische Informationsverteilung zwischen den Anlegern und den Researchanbietern und die sich daraus ergebenden Interessenkonfliktpotenziale einen möglichen Ansatz für zusätzliche Regulierung¹⁵¹.

Wie in Abschnitt 1.3.2 diskutiert, kann der Informationsunterschied dazu führen, dass Moral-Hazard- oder Adverse-Selection-Probleme auftreten, d. h., dass der Anleger die tatsächlich erbrachte Leistung bzw. Qualität der Analysten nur unzureichend zu bewerten in der Lage ist. Als Lösungsansätze wurden erhöhte Offenlegungspflichten und eine entsprechende Vertragsgestaltung mit den Analysten und Investmentbanken genannt.

Es gilt jedoch: Eine Intervention des Staates sollte nur dann als zulässig erachtet werden, wenn ein Marktversagen vorliegt und gezeigt werden kann, dass eine zusätzliche Regulierung effizienzsteigernd wirkt. Der Anlegerschutz darf nicht entmündigend wirken, auch wenn es bei Investitionsentscheidungen unter Unsicherheit ein inhärentes Risiko des Kapitalverlustes gibt¹⁵².

¹⁴⁹ Vgl. Bundesregierung 2004, S. 27: „Die Bundesregierung hat es sich zum Ziel gesetzt, den Kapitalmarkt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland weiter zu stärken. ... Eine entscheidende Rolle spielt auch das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte. ... Der vorliegende Gesetzesentwurf verbessert den Anlegerschutz im Bereich der Kapitalmarktinformation ...“, vgl. auch Merkt 2002, S. F19 ff. und F37

¹⁵⁰ Vgl. Assmann 1989, S. 49–63

¹⁵¹ Vgl. u. a. Merkt 2002, S. F128 ff.

¹⁵² Vgl. u. a. Merkt 2002, S. F29. Er zitiert Grower (1984) mit: „regulation in the interest of [scil.: investors] should be no greater than is necessary to protect reasonable people from being made fools of“; vgl. auch S. F37 f.

Teil III Interessenkonflikte als wesentlicher Einflussfaktor auf die Objektivität von Investmentbankenresearch

Die in der Praxis möglichen Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verbreitung von Research durch Investmentbanken sind vielfältig. Dieser Abschnitt entwickelt in der Sprache der Prinzipal-Agenten-Theorie zunächst eine sinnvolle Darstellungsmöglichkeit der verschiedenen Interessenkonflikte. Im Folgenden werden – ausgehend von den Aussagen der Agency-Theorie – die konkreten Interessenkonflikte, denen Sell-Side-Analysten ausgesetzt sein können, im Detail untersucht. Die angemessene Behandlung der Interessenkonflikte inklusive der Beschreibung der verfügbaren Instrumente erfolgt in Teil IV.

Die Objektivität des Sell-Side-Research kann grundsätzlich durch zwei Kategorien von Faktoren beeinflusst werden¹⁵³:

- (1) Fähigkeiten der Sell-Side-Analysten
- (2) Interessenkonflikte der Sell-Side-Analysten

Die erste Kategorie trägt der Erkenntnis Rechnung, dass Analysten wie andere Kapitalmarktteilnehmer¹⁵⁴ psychologischen Beschränkungen bei der Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung unterworfen sind und sich nicht immer im Sinne des Homo oeconomicus verhalten¹⁵⁵. Eine interessante empirische Untersuchung der Rolle der Analysten für den deutschen Aktienmarkt findet sich bei Löffler¹⁵⁶, der zu dem Ergebnis kommt, dass die Gewinnprognosen von Finanzanalysten häufig nicht rational sind. Den Einschränkungen der Analystenfähigkeiten soll hier zur Erklärung des Analystenverhaltens nicht vertiefend nachgegangen werden¹⁵⁷, da der Fokus auf den Interessenkonflikten liegt.

¹⁵³ Laut Agency-Theorie kommt es bei Fähigkeitsbeschränkungen (Hidden Characteristics) zum Vertragsproblem der „Adverse Selection“ und bei den Interessenkonflikten (Hidden Action, Hidden Information) zum Problem des Moral Hazard; vgl. auch Teil II.1.3.2

¹⁵⁴ Vgl. Wieswede 2000, S. 28-35

¹⁵⁵ Vgl. dazu auch unten in Teil III.5

¹⁵⁶ Löffler zeigt, dass Analysten vielfach einem psychologischen Bias unterliegen, vgl. Löffler 1998, S. 72 ff.

¹⁵⁷ Das Thema wird kurz in Teil III.2.1.4 besprochen.

Die zweite Kategorie berücksichtigt den Einfluss der vielfältigen Interessen, denen Analysten in Investmentbanken ausgesetzt sein können. Unterstellt man, dass Analysten sich im Sinne der Agency-Theorie rational verhalten, d. h. die Handlungsalternativen auswählen, die ihre eigene Nutzenfunktion maximiert, lohnt es sich, die unterschiedlichen Interessenlagen genauer zu untersuchen. Diese Arbeit konzentriert sich daher auf die detaillierte Untersuchung der möglichen Interessenkonflikte und der dafür wesentlichen Rahmenbedingungen in Investmentbanken.

1 Interessengruppen und Konfliktkonstellationen

Eine grundsätzliche Einführung zu Interessenkonflikten in Universalbanken gibt Hopt¹⁵⁸, eine ausführliche Darstellung der Interessenkonflikte im Bereich der Wohlverhaltenspflichten nach WpHG findet sich u. a. bei Weimann¹⁵⁹. Man kann allgemein i) die Bank, ii) die Kunden und iii) die Mitarbeiter als die wesentlichen Konfliktparteien in Banken identifizieren und leitet üblicherweise vier fundamentale Interessenkonfliktkonstellationen ab¹⁶⁰:

- (1) Bank – Kunde
- (2) Mitarbeiter – Kunde
- (3) Kunde – Kunde
- (4) Mitarbeiter – Bank

Der aktuelle Entwurf der Durchführungsrichtlinie¹⁶¹ zur EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)¹⁶² unterscheidet fünf Situationen, in denen Investmentfirmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen in Interessenkonflikte geraten können:

- (1) Situationen, in denen Investmentfirmen oder verbundene Personen finanzielle Gewinne auf Kosten von Kunden erzielen bzw. Verluste

¹⁵⁸ Vgl. Hopt 1991, S. 314 ff.

¹⁵⁹ Vgl. Weimann 2001

¹⁶⁰ Vgl. u. a. Ehrler 1999, S. 11 ff.

¹⁶¹ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21. Es werden fünf Typen von Situationen genannt, die sich nachteilig auf Kunden auswirken können.

¹⁶² Vgl. Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente

vermeiden können

- (2) Situationen, in denen Investmentfirmen oder verbundene Personen ein von den Kunden abweichendes Interesse bei der Erbringung von Dienstleistungen oder bei der Ausführung von Transaktionen haben können
- (3) Situationen, in denen Investmentfirmen oder verbundene Personen ein finanzielles oder anderes Interesse haben, die Interessen einer Gruppe von Kunden über die Interessen einer anderen Kundengruppe zu stellen
- (4) Situationen, in denen Investmentfirmen oder verbundene Personen im gleichen Geschäftsfeld wie ihre Kunden tätig sind
- (5) Situationen, in denen Investmentfirmen oder verbundene Personen von Dritten eine Zuwendung zusätzlich zu den Standardkommissionen oder Gebühren in Bezug auf die für Kunden erbrachte Leistungen, in Form von Geld, Gütern oder Services, erhalten

Für eine Untersuchung der möglichen Interessenkonflikte, die sich im Zusammenhang mit der Researcherstellung durch Investmentbanken ergeben können, sind beide Formen der Darstellung lediglich bedingt geeignet. Bei Investmentbanken handelt es sich um komplexe Organisationen mit einer Vielzahl spezialisierter und arbeitsteilig organisierter Bereiche. Es ist daher an dieser Stelle sinnvoll, die beteiligten Interessengruppen weiter zu differenzieren.

Auf der Kundenseite der Bank sollen grundsätzlich Investoren und Emittenten unterschieden werden. Erstere stellen dem Kapitalmarkt Kapital zur Verfügung. Letztere nehmen Kapital vom Markt auf. Die Banken fungieren dabei bekanntermaßen als Intermediäre und ermöglichen erst die Fristen- und Losgrößentransformation sowie den Risikotransfer am Kapitalmarkt¹⁶³. Ferner steuern sie selbst zusätzliche Liquidität und Informationen bei und verbessern so weiter die Markteffizienz.

Investmentbanken sind ihrerseits keine strukturlosen Gebilde, sondern verfügen neben der Researchabteilung über weitere Abteilungen, die Finanz-

oder Wertpapierdienstleistungen für Kunden erbringen, sowie über Abteilungen, die eigene – nicht kundengetriebene – Interessen am Kapitalmarkt verfolgen können.

Zudem ist es sinnvoll, die Analysten als eine spezielle, mit eigenen Interessen ausgestattete Gruppe in die Betrachtung der Interessenkonfliktmöglichkeiten einzubeziehen. D. h., als potenzielle Konfliktparteien für unsere Betrachtung der Interessenkonflikte in Verbindung mit der Erstellung und Verbreitung von Research durch Investmentbanken gelten im Folgenden:

- 1) Investoren
- 2) Emittenten
- 3) Bankabteilungen mit kundengetriebenem Geschäft
- 4) im Eigeninteresse der Bank agierende Bankabteilungen
- 5) Researchabteilung
- 6) Analysten

Bei der Zuordnung einzelner Marktteilnehmer zu den genannten Interessengruppen handelt es sich um eine idealisierte Betrachtung, da die Kapitalmarktteilnehmer gleichzeitig oder im zeitlichen Verlauf in den unterschiedlichsten Rollen aktiv sein können.

Um einzelne Interessenkonflikte genauer zu untersuchen, ist zunächst im Sinne unserer Definition von Interessenkonflikten zu klären, wer als Auftraggeber und Auftragnehmer in Frage kommt und welche Leistung mit welchem Ziel durch den Auftragnehmer umzusetzen ist. In der Sprache der Prinzipal-Agenten-Theorie, die sich in diesem Abschnitt als hilfreich erweisen wird, lautet die Frage: Wer agiert als Prinzipal und wer als Agent und welche Leistung wurde vertraglich vereinbart?

Als Auftraggeber für Research kommen Investoren und Emittenten in Betracht. Ausschließlich im Auftrag anderer Bankabteilungen für den internen Gebrauch erstelltes Research soll an dieser Stelle nicht weiter untersucht

¹⁶³ Vgl. u. a. Arnold 176, vgl. auch Achleitner 2002, S. 28 ff.

werden, da dieser Fall für die Betrachtung der Interessenkonflikte weniger relevant erscheint.

Als Auftragnehmer (Agent) zur Erstellung von Research tritt zunächst die Bank in Erscheinung. Research wird jedoch derzeit von Investmentbanken nicht als eigenständiges Produkt am Markt angeboten¹⁶⁴. Daher erreicht der Auftrag zur Researcherstellung die Researchabteilung nicht direkt vom Kunden, sondern über andere Bankabteilungen, die in direktem Kundenkontakt stehen. Diese Art des Auftragsverhältnisses kann als mehrstufige Prinzipal-Agenten-Beziehung bezeichnet werden. Der Agent (die in Kundenkontakt stehende Bankabteilung) tritt dabei gleichzeitig als Prinzipal gegenüber der internen Researchabteilung auf. Der Auftrag wird intern je nach Möglichkeit der Einflussnahme auf die Entscheidungen der Researchabteilung (Agent) an diese mehr oder weniger indirekt weitergegeben. Der Researchbereich, vertreten durch das Researchmanagement, tritt ebenfalls in der Doppelfunktion Prinzipal/Agent auf. Hier erteilt das Researchmanagement (Prinzipal) einen Auftrag an den einzelnen Analysten (Agent).

In der Praxis findet man nur in seltenen Fällen explizite und überprüfbare Verträge zwischen den Auftraggebern und der Bank als Auftragnehmer zur Erstellung und Bereitstellung von Research. Research wird i. d. R. als eine Teilleistung der Kundenbeziehung den Kunden zur Verfügung gestellt¹⁶⁵. Eine Ausnahme bildeten die am Neuen Markt üblichen Designated-Sponsor-Verträge, die neben dem Market Making auch ein regelmäßiges Research Coverage beinhalten¹⁶⁶.

Man kann jedoch davon ausgehen, dass es für die großen institutionellen Bankkunden zumindest eine implizite Vereinbarung mit den Banken über die Bereitstellung von Research gibt¹⁶⁷. Es kann bezweifelt werden, ob diese

¹⁶⁴ Dieser Aspekt wird ausführlich in Teil IV2 beschrieben.

¹⁶⁵ Dieses als „Bundling“ bekannte Verfahren und seine Auswirkungen werden u. a. in Teil VII.3 diskutiert.

¹⁶⁶ Vgl. Deutsche Börse 2002

¹⁶⁷ Siehe dazu auch unten die eigenen Ausführungen in Teil V2.4.2. Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Übliche Vergütungsmodelle“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

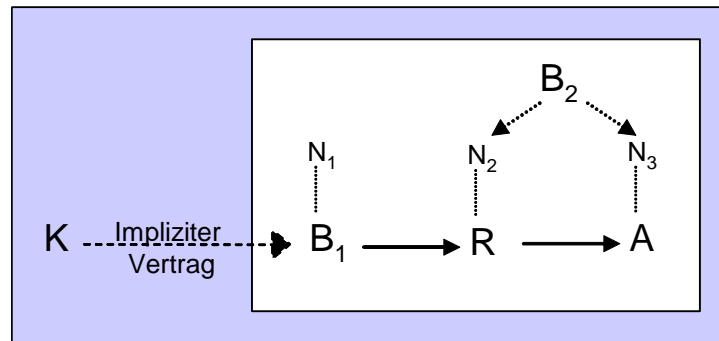
implizite Vereinbarung gerichtlich durchsetzbar wäre, jedoch kann aufgrund der Marktmacht der Kunden eine gewisse faktische Durchsetzbarkeit unterstellt werden. Gegenstand dieses impliziten Vertrages ist nach allgemeinem Verständnis die Erstellung und Bereitstellung von i) objektivem und ii) aktuellem Research. Es ist nicht Gegenstand der Vereinbarung, die speziellen Interessen einzelner Kunden bei der Erstellung von Research zu berücksichtigen.

Auf Basis dieser einführenden Überlegungen werden zwei grundsätzliche Modelle zur Beschreibung von Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research durch Investmentbanken eingeführt.

Das erste Modell basiert auf dem mehrstufigen Grundmodell des Prinzipal-Agenten-Modells und beschreibt die internen Interessenkonflikte¹⁶⁸ bei der Analystentätigkeit in Investmentbanken. In der Praxis handelt es sich bei der Auftragsbeziehung zwischen dem Prinzipal – also dem Kunden (K) – und der im Kundenkontakt stehenden Bankabteilung (B_1) sowie zwischen Letzterer und der Researchabteilung (R) um implizite Verträge. I. d. R. ist lediglich die Auftragsbeziehung zwischen der Researchabteilung (R) und dem Analysten (A) ein expliziter, durchsetzbarer Vertrag im Sinne der Agency- Theorie. Es wird zusätzlich unterstellt, dass aus Sicht der einzelnen Bankbereiche keine einheitliche Nutzenfunktion für die Gesamtbank existiert, sondern im Wesentlichen jeder Bereich seine eigene Nutzenfunktion zu maximieren sucht. Mit N_1 , N_2 , N_3 werden die individuellen Nutzenfunktionen der Bankabteilung mit Kundenbeziehung, der Researchabteilung und des Analysten bezeichnet. Schließlich wird angenommen, dass andere Bereiche (B_2) der Bank Einfluss auf die Researchabteilung mit dem Ziel auszuüben suchen, die Inhalte des Research aus ihrer Sicht vorteilhaft zu beeinflussen.

¹⁶⁸ Der Begriff wurde in Teil I.2.5 eingeführt.

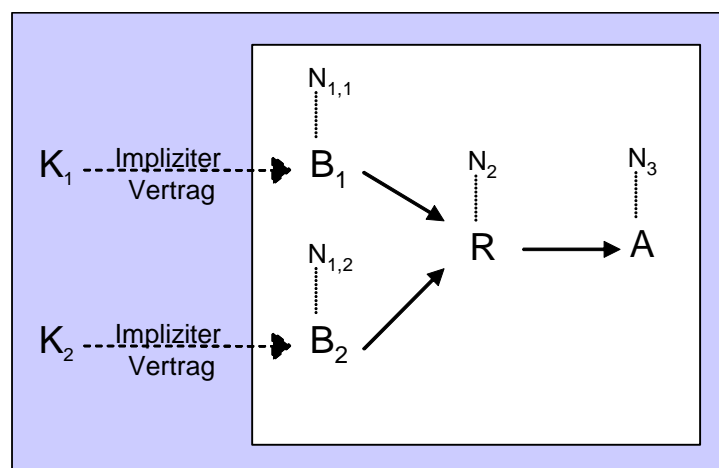
Abbildung 9 – Mehrstufige Delegationsbeziehung bei der Erstellung von Research mit internem Interessenkonflikt



Quelle: Eigene Darstellung

Das zweite Modell bedient sich ebenfalls der Terminologie der Prinzipal-Agenten-Theorie. Es beschreibt den Konflikt zwischen den unterschiedlichen Interessen zweier Kunden (K_1 , K_2), die einen Agenten beauftragen. Es handelt sich um eine mehrstufige Common-Agency-Situation im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie, also um einen externen Konflikt¹⁶⁹. Die Kunden stehen entweder mit zwei unterschiedlichen Abteilungen der Bank (B_1 , B_2) in Verbindung oder mit der gleichen (B_1). Mit $N_{1,1}$ und $N_{1,2}$ sind die Nutzenfunktionen der Abteilungen mit Kundenkontakt bezeichnet.

Abbildung 10 – Mehrstufige Delegationsbeziehung bei der Erstellung von Research mit externem Interessenkonflikt



Quelle: Eigene Darstellung

2 Mögliche Interessenkonflikte für Analysten in Investmentbanken

Dieser Abschnitt stellt die wichtigsten in der Praxis möglichen Interessenkonflikte bei der Erstellung und Verbreitung von Research dar¹⁷⁰. Dabei werden zunächst die internen Konflikte, d. h. Agency – Prinzipal, und danach die externen Konflikte, also Prinzipal – Prinzipal, vorgestellt.

2.1 Agency-Konflikte der Analysten

Zunächst werden die internen Interessenkonflikte näher untersucht, die dadurch entstehen, dass der Analyst als letztes Glied der Auftragskette Kunde – Bankabteilung 1 – Researchmanagement – Analyst ($K - B_1 - R - A$) bestrebt ist, seine eigene Nutzenfunktion zu maximieren. Dabei sei unterstellt, dass sowohl die kundenbetreuende Bankabteilung (B_1) als auch die Researchabteilung (R), vertreten durch das Researchmanagement, vollständig im Interesse des Kunden handeln, d. h. deren Nutzenfunktionen nicht entscheidend von der des Kunden abweichen.

Wie in Teil II1.3.2 beschrieben, sieht der Kunde sich aufgrund der Informationsasymmetrie zwischen ihm und der Bank bzw. dem Analysten mit dem Problem der Hidden Action, der Hidden Information und der Hidden Characteristic konfrontiert. D. h., der Kunde kann nicht beurteilen, welchen Einsatz der Analyst bei der Erstellung einer Researchstudie erbringt, ob alle gewonnenen Informationen auch in diese eingehen oder gar anderweitig genutzt werden und ob der Analyst über die vermuteten bzw. die angegebenen Fähigkeiten und Qualifikationen verfügt. Diese eingeschränkten Überwachungsmöglichkeiten des Kunden bezüglich der Vertragserfüllung durch den Analysten führen in den beiden ersten Fällen zum Vertragsproblem des Moral Hazard und im dritten Fall zum Vertragsproblem der Adverse Selection.

¹⁶⁹ Der Begriff wurde für diese Arbeit in Teil I.2.5 eingeführt.

¹⁷⁰ Die Auswahl der einzelnen Interessenkonflikte sowie ihre Beurteilung beruhen im Wesentlichen auf Überlegungen zu den in der Praxis möglichen Konstellationen sowie auf den in der Praxis als Compliance Officer in einer großen deutschen Bank gesammelten Erfahrungen. Unterstützt wird die Darstellung durch eine Reihe von Beobachtungen anderer Autoren sowie durch Interviews mit Analysten und Compliance Officern anderer deutscher Banken.

In der Praxis kommt in diesem Konfliktfeld vier Interessenkonstellationen eine größere Bedeutung zu. Diese werden im Folgenden näher beschrieben.

2.1.1 Mitarbeitergeschäfte der Analysten

Eine wesentliche Einflussgröße auf die Nutzenfunktion des Analysten stellt die Wertentwicklung der persönlichen Anlagen eines Analysten in Finanzinstrumenten (Mitarbeitergeschäfte) dar. In Abhängigkeit von der relativen Höhe derartiger finanzieller Interessen im Vergleich zu anderen Einkommensquellen des Analysten kann es sich u. U. um einen nicht zu unterschätzenden Einflussfaktor – eine Hidden Information – handeln¹⁷¹.

Sofern Analysten in den Werten, die sie mit Research abdecken, mit Mitarbeitergeschäften tätig werden dürfen, besitzen sie entweder ein Interesse an günstigen Einstiegskursen oder ein Interesse an der positiven Entwicklung bereits eingegangener Anlagen. Bei der Erstellung von Empfehlungen kann der Analyst also in Konflikt zu seiner eigentlichen Aufgabe, der Erstellung von objektivem Research, geraten.

Hier besteht die Gefahr des Scalping, d. h. des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren durch den Analysten in Kenntnis der bevorstehenden Abgabe einer diese Wertpapiere betreffenden eigenen Bewertung oder Empfehlung¹⁷². Ziel dieses Verhaltens ist es, die Kurse der Wertpapiere in eine bestimmte Richtung zu lenken, um so die eigene Wertpapierposition zu verbessern oder günstige Einstiegskurse zu erzielen. Dies würde sich letztlich nachteilig auf die Einstiegs- bzw. Ausstiegskurse der Kunden – insbesondere bei illiquiden Werten – auswirken¹⁷³. Zum Sachverhalt des Scalping hat sich der BGH aus gegebenem Anlass geäußert und derartige Handlungen als Marktmanipulation klassifiziert¹⁷⁴.

¹⁷¹ Vgl. u. a. MichaelSEN 2001, S. 155 ff.

¹⁷² Vgl. u. a. MichaelSEN 2001, ebenda

¹⁷³ Vgl. Gerke 1998, S. 39

¹⁷⁴ Vgl. Bundesgerichtshof (BGH) 2003, S. 10 ff.; vgl. auch Schmitz 2004, S. 522 ff.

In der Praxis ist von Zeit zu Zeit das Argument zu vernehmen, dass Analysten ihre Empfehlung dadurch untermauern sollten, dass sie in den empfohlenen Werten selbst investieren und somit beweisen, dass sie an die Richtigkeit ihrer tatsächlichen Empfehlung glauben. Für die Objektivität von Research wäre ein derartiges Vorgehen potenziell abträglich. Der Analyst könnte – je nach Position (long, short) – tendenziell zu einer zu optimistischen oder zu negativen Einschätzung im eigenen Interesse gelangen, was sich u. a. nachteilhaft auf später investierende Anleger auswirken könnte (zu hohe Kauf- bzw. zu niedrige Verkaufskurse), insbesondere wenn die Investition aufgrund des nicht objektiven Research nach dem Schließen der Position des Analysten erfolgt (z. B. Verkauf im Falle einer Long-Position).

2.1.2 Mandate und externe Auftragsbeziehungen der Analysten

Interessenkonflikte entstehen für den Analysten auch durch die Ausübung von Nebentätigkeiten außerhalb der Investmentbank. An erster Stelle sind wohl die Mandatstätigkeit (z. B. Aufsichtsratsmandat) und die Bekleidung von Führungspositionen bei vom Analysten analysierten Gesellschaften zu nennen. Dienstleistungen (z. B. Beratungstätigkeit, Lieferantentätigkeit), die der Analyst im Rahmen einer Nebentätigkeit für die analysierten Unternehmen durchführt, können gleichfalls zu erheblichen Interessenkollisionen führen.

In beiden Fällen besteht für den Analysten ein Interesse, die Gesellschaft positiver zu bewerten als objektiv vertretbar. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Analyst von der Gesellschaft eine Bezahlung oder eine andere Form der Vergütung erhält und er befürchten muss, diese bei negativem Research zu verlieren. Zudem besteht die Gefahr, dass der Analyst durch diese Tätigkeiten zum Insider wird und somit gänzlich von seiner Analysetätigkeit in diesen Werten auszuschließen wäre.

2.1.3 Datenbeschaffung vom Emittenten

Investoren erwarten, dass Analysten eine Bewertung der Qualität des Unternehmensmanagements mit in ihre Unternehmensbewertung einfließen lassen. Der Analyst ist also bei der Erstellung seiner Studien i. d. R. auf eine gute Kommunikation mit dem Emittenten (Analystenkonferenzen, Einzeltreffen mit dem Management [one on one's]) angewiesen¹⁷⁵, d. h. auf eine dauerhaft gute Zusammenarbeit mit dem Management und der Investor-Relations-Abteilung des Emittenten. Hieraus kann aber ein Interessenkonflikt für den Analysten entstehen. Der Analyst hat bei negativen Äußerungen zum Emittenten mit einer verschlechterten Zusammenarbeit mit diesem zu rechnen. Zur Vermeidung derartiger Entwicklungen könnte der Analyst dazu tendieren, zu positive Aussagen zum Emittenten zu treffen¹⁷⁶.

2.1.4 Fähigkeiten und Einsatz der Analysten

Der Kunde als Leser eines Researchreports ist, ebenso wie die Researchabteilung der Bank bei der Einstellung, über die Qualifikation (Ausbildung, Erfahrung, Einsatzbereitschaft) des erstellenden Analysten nur begrenzt unterrichtet¹⁷⁷. Da der Analyst seine individuelle Nutzenfunktion bereits bei Eintritt in die Investmentbank zu maximieren sucht, wird er, wenn er kurzfristig orientiert ist, versuchen, ein möglichst hohes Gehalt und eine einflussreiche Position zu verhandeln. Für den Kunden hätte die zu hohe Einstufung des Analysten in der Bank den Nachteil, dass die tatsächliche Qualität der Researchberichte nicht der erwarteten entspräche. Ist der Analyst allerdings eher mittel- oder langfristig orientiert, wird er entsprechende Entwicklungsmöglichkeiten einer zu hohen anfänglichen Einstufung vorziehen, um das Risiko einer schnellen Kündigung bzw. eines Ansehensverlusts bei den Kunden zu vermeiden¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Der Prozessschritt Datensammlung wird ausführlich in Teil IV3.3.1 beschrieben.

¹⁷⁶ Vgl. u. a. Lim 1999, S. 369-385

¹⁷⁷ Vgl. u. a. Pike / Meerjansen / Chadwick 1993, S. 493 f.

¹⁷⁸ Vgl. bspw. Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004. Dort schreibt er: „Last but not least zählen beim Analysten auch gute ‚handwerkliche‘ Fertigkeiten. Ein Analyst sollte nicht nur mit seiner Empfehlung richtig liegen, sondern auch aus den richtigen Gründen, d. h. nicht aus Zufall oder Glück, sondern durch systematische Analyse sowie durch nachvollziehbar und konsequent abgeleitete Prognosen. Nur dann kann langfristig ein Mehrwert für den Investor, ob institutionell oder privat, sichergestellt werden.“

Genauso wenig wie die Fähigkeit (Hidden Characteristic) lässt sich der konkrete Aufwand (Hidden Action) des Analysten bei der Erstellung einer Researchstudie durch den Kunden beobachten. Der Analyst ist zwar angehalten, eine Studie mit der erforderlichen Sorgfalt zu erstellen, jedoch dürfte es selbst dem Researchmanagement schwer fallen, den konkreten Einsatz zu beobachten. Das schafft wiederum Raum für einen Interessenkonflikt. Der Analyst könnte z. B. die Aktualisierung einer Studie mit möglichst geringem Aufwand und ohne genauere Untersuchungen vornehmen. Sofern die Vorhersagegenauigkeit der Prognosen im Durchschnitt aller Analysten gering ist, würde dieses Verhalten selbst bei schlechten Prognosen nicht unmittelbar auf den mangelnden Einsatz zurückzuführen sein¹⁷⁹.

2.2 Agency-Konflikte der Bankbereiche mit Kundenkontakt

Nachdem in der vorangegangenen Betrachtung unterstellt wurde, dass sowohl die kundenbetreuende Bankabteilung als auch die Researchabteilung, vertreten durch das Researchmanagement, vollständig im Interesse des Kunden handeln, wird nun untersucht, zu welchen internen Interessenkonflikten es zwischen dem Kunden (K) und der kundenbetreuenden Bankabteilung (B_1) im Zusammenhang mit der Researcherstellung und -verbreitung kommen kann.

In Investmentbanken stellen in erster Linie die institutionellen Verkaufsabteilungen (Sales) des Geschäftsbereichs Sales and Trading und die Geschäftseinheit Wertpapierberatung des Geschäftsbereichs Private Clients ihren unterschiedlichen Kundengruppen Research zur Verfügung. Daher beschränkt sich diese Untersuchung auf diese zwei Geschäftseinheiten¹⁸⁰.

¹⁷⁹ Vgl. u. a. Michaelsen 2001, S. 153 ff. Michaelsen beschreibt eine vergleichbare Situation bei Börsenbriefen.

¹⁸⁰ Die allgemeine Organisation einer Investmentbank wurde in Teil I 2.2 definiert.

2.2.1 Wertpapierberatung

In Abgrenzung zu anderen Dienstleistungen, insbesondere zum Research, ist im Folgenden unter Wertpapier- bzw. Anlageberatung die auf die speziellen Verhältnisse, Kenntnisse und Ziele des Kunden (anlegegerecht) wie auch auf die Produktrisiken und -chancen (anlagegerecht) eingehende Anlageempfehlung gemeint¹⁸¹. Die Erfüllung der Pflichten aus der Anlageberatung fordert eine angemessene Information der Kunden über das Anlageobjekt¹⁸². In der Praxis stützen sich die Anlageberater der Banken dabei u. a. auf öffentlich verfügbare Informationen sowie auf Researchberichte.

Hierbei gilt es, zwei wichtige Themen zu beleuchten. Zum einen die Frage des den Anlageberatern grundsätzlich zur Verfügung stehenden Research. Zum anderen stellt sich die Frage, ob Anlageberater ein Interesse an sich häufig ändernden Researchempfehlungen als Begründung für Spesenreiterei oder an zu optimistischen Researchempfehlungen haben.

Hinsichtlich der ersten Frage scheint es in der Praxis eine Präferenz zu geben, den eigenen Beratern ausschließlich die Researchpublikationen des eigenen Hauses bei der Beratung zur Verfügung zu stellen. Der Fall, dass die Häuser ihren Beratern fremd erstellte Researchanalysen zur Anlageberatung bereitstellen, scheint wenig verbreitet¹⁸³.

Aus Sicht der Bank stellt die erste Variante sicher, dass alle Kunden auf Grundlage der gleichen Analysen und Empfehlungen beraten werden. So können Situationen vermieden werden, in denen einem Kunden eine Kauf- und einem anderen Kunden im gleichen Wert eine Verkaufsempfehlung ausgesprochen wird.

Andererseits kann man argumentieren, dass die Anlageberater unnötigerweise auf die „Hausmeinung“ der Bank eingeschränkt werden und

¹⁸¹ Vgl. bspw. Kienle 2003, S. 3469 ff.

¹⁸² Richtungsweisend ist hier das sog. Bondurteil des BGH aus dem Jahr 1993. Vgl. BGH, Urteil v. 06.07.1993 - XI ZR 12/93

diese nicht notwendig im Interesse des individuellen Kunden liegt. Dem kann man entgegenhalten, dass die Kunden gerade in Erwartung einer gezielten Meinung Anlagekunden der Bank geworden sind. Bei dieser Frage handelt es sich nicht um einen Interessenkonflikt der Researchabteilung, vielmehr ist auf der Ebene der Geschäftsführung eine geschäftspolitische Grundsatzentscheidung zu fällen. Um diesbezügliche Interessenkonflikte zwischen den Kunden und der Bank zu vermeiden, sollte den Kunden die Grundsatzentscheidung offen gelegt werden.

Im Falle der ausschließlichen Nutzung von hausinternem Research bei der Anlageberatung könnte bei den Anlageberatern ein Interesse daran bestehen, die Researchabteilung derart zu beeinflussen, dass die Analystenempfehlung eine Rechtfertigung für die eigene, nicht im ausschließlichen Kundeninteresse liegende Anlageempfehlung liefert. Dies wäre beispielsweise der Fall, wenn eine häufige Empfehlungsänderung im Research als Rechtfertigung für ein zu häufiges Umschichten der Wertpapierpositionen („Churning“) dienen würde. In diesem Fall bestände ein erheblicher Interessenkonflikt zwischen dem Anlagebereich und den Kundeninteressen. Die Verhaltensregeln des WpHG regeln diesen Interessenkonflikt allerdings bereits eindeutig im Interesse der Kunden¹⁸³. Im Falle der Nutzung von fremd erstelltem Research besteht dieser Interessenkonflikt auch, allerdings in geringerem Umfang. Die Einflussnahme auf die Researcherstellung würde eine Rechtseinheit überschreitende Beeinflussung voraussetzen, was insgesamt die Gefahr, erlappt zu werden, für den Anlageberater erhöhen dürfte und somit dessen Nutzenfunktion negativ beeinflussen würde.

2.2.2 Verkaufsbereich für institutionelle Kunden (Sales)

Auch für die auf institutionelle Handelsteilnehmer ausgerichteten Sales-Einheiten der Investmentbanken können sich innere Interessenkonflikte mit der Researchabteilung ergeben. Dazu sei zunächst dargestellt, wie das

¹⁸³ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt I

¹⁸⁴ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1039, Rd. Nr. 3 ff.: § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verbietet den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, wenn und soweit die Empfehlung nicht mit den Interessen des Kunden übereinstimmt.

Sales-Geschäft im Zusammenspiel mit der Researchabteilung in Investmentbanken vonstatten geht.

Kauf- bzw. Verkaufsaufträge (Orderflow) der Kunden an die Sales-Einheiten der Investmentbanken resultieren zu einem Teil aus deren Grundgeschäften, z. B. im Falle einer Pensionskasse aufgrund von neu anzulegenden Beiträgen, aber immer häufiger aus der Umschichtung bestehender Anlagen. Daher sind die institutionellen Investoren ständig an neuen Investitionsmöglichkeiten interessiert. Dem kommen die Sales-Mitarbeiter dadurch nach, dass sie die Investoren regelmäßig mit neuen Überlegungen ansprechen. U. a. bedeutet dies, dass, sobald es im Researchbereich zu einer Einschätzungsänderung kommt, diese dem institutionellen Kunden per E-Mail und über das Internet zur Verfügung gestellt wird. Die Sales-Einheiten werden kurzfristig davon in Kenntnis gesetzt mit dem Ziel, die Kunden auf zusätzliche Aufträge anzusprechen und diesen somit ein Umsetzen von deren Anlage- oder Handelsentscheidungen zu ermöglichen¹⁸⁵. Ferner werden die Sales-Bereiche die Investoren ansprechen, wenn größere Pakete zur erstmaligen oder Umplatzierung anstehen. Eine Anlageberatung erfolgt im Geschäft mit institutionellen Kunden i. d. R. nicht.

Allerdings kommt es nicht nur zu Kontakten zwischen den Sales-Mitarbeitern und den Kunden, sondern auch zwischen den Kunden und dem verantwortlichen Analysten¹⁸⁶. Die institutionellen Kunden sind neben der Empfehlungsaussage und dem Preisziel vor allem am Know-how und der qualitativen Einschätzung des Analysten interessiert¹⁸⁷. Oftmals gibt somit auch erst dieses Gespräch den Ausschlag für den Kunden, in die eine oder andere Richtung zu agieren.

Ein Interessenkonflikt zwischen den Kunden und der Sales-Einheit bestände in der Möglichkeit des Front Running der Sales-Mitarbeiter mittels

¹⁸⁵ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 594 ff.

¹⁸⁶ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 600

¹⁸⁷ Vgl. u. a. Spremann 2005, S. 314 ff.

Mitarbeitergeschäften¹⁸⁸. Dieses Risiko ist nicht zu unterschätzen. Zwar werden in der Praxis die Sales-Mitarbeiter nicht vor den Kunden über eine Empfehlungsänderung informiert, jedoch können sie u. U. schneller auf die geänderte Empfehlung reagieren als ihre Kunden¹⁸⁹.

Die Aufgabe der Sales-Mitarbeiter besteht erklärtermaßen in der Erzielung von Orderflow. Hierzu kommt es, wie oben beschrieben, im Nachgang zu Researcheinschätzungsänderungen zu Gesprächen mit den Kunden, um aktuelle Investmentideen zu vermitteln. Bei diesen Gesprächen ist nicht auszuschließen, dass Sales-Mitarbeiter die Aussagen des Researchberichts in ihrem Interesse überbewerten, um so zu einem Geschäftsabschluss zu kommen. Mit dem gleichen Ziel ist es nicht auszuschließen, dass die Sales-Einheiten ein Interesse an unnötig häufigen Aktualisierungen der Researchberichte haben, insbesondere, wenn damit eine Einschätzungsänderung einhergeht. In der Praxis sind hier insbesondere die sog. „Booster-Shot“-Researchreports im Vorfeld des Ablaufs von Lock-up-Fristen von großen Aktienpaketen zu nennen. Insofern besteht hier ein Interessenkonflikt zwischen den Sales-Mitarbeitern und den Analysten¹⁹⁰.

Sofern die institutionellen Kunden direkt mit dem verantwortlichen Analysten kommunizieren, gerät auch dieser in einen Interessenkonflikt, vorausgesetzt, man unterstellt, dass der Analyst im Wesentlichen die gleiche Nutzenfunktion wie die Sales-Einheit besitzt. Potenziell steht dann das Interesse des Kunden an objektivem Research und objektiven Erläuterungen dem Interesse der Sales-Einheiten an hohem Ordervolumen gegenüber.

An dieser Stelle sei jedoch angemerkt, dass die genannten Interessenkonflikte nur bei einer kurzfristigen Sichtweise entstehen und

¹⁸⁸ Es handelt sich hier um eine besondere Form des Front Running. Typischerweise versteht man unter Front Running die Tätigkeit eigener Geschäfte in Kenntnis einer aufgegebenen Kundenorder, die allerdings noch nicht ausgeführt wurde. Im Falle der Researchverbreitung liegt i. d. R. noch keine Kundenorder vor. Allerdings kann in einigen Fällen (z. B. Empfehlungsänderung) mit hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass die Kunden, basierend auf der Researchempfehlung, Orders aufgeben werden. Die Ausnutzung dieses Wissens wird hier als Front Running von Research bezeichnet.

¹⁸⁹ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt I

¹⁹⁰ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 77

bereits mittelfristig zu Nachteilen für die Sales-Einheiten führen dürften. Institutionelle Investoren besitzen in Form der Steuerung des Orderflow sehr wirksame Sanktionsmechanismen gegenüber den Banken und setzen diese durchaus ein¹⁹¹. Zudem hat für Analysten ihre Reputation einen besonderen Wert, da sie darüber ihre Glaubhaftigkeit steigern können. Sie werden also genau abwägen, ob nicht an objektiven Kriterien ausgerichtete Studien in ihrem Interesse sind¹⁹².

2.3 Agency-Konflikte des Researchbereichs mit anderen Bankbereichen

Für die Betrachtung des dritten internen Konfliktfeldes soll vorausgesetzt werden, dass sowohl die investorenbetreuenden Bankbereiche (Anlageeinheiten, Sales-Einheiten) als auch die Researchabteilung und die Analysten grundsätzlich an der Erfüllung des – zumindest implizit angenommenen – Vertrags mit den Kunden (Investoren) interessiert sind. Untersucht wird, inwieweit andere Geschäftsbereiche bzw. Geschäftseinheiten der Investmentbanken eigenständige Interessen haben könnten, auf die Leistungserbringung der Researchabteilung einzuwirken. Im Einzelnen werden die Interessen der folgenden Geschäftseinheiten näher betrachtet:

- (1) Kundenhandel/Market Making
- (2) Eigenhandel
- (3) Strategieabteilung der Bank
- (4) Treasury-Abteilung
- (5) Vermögensverwaltung
- (6) Asset Management
- (7) Kreditgeschäft

¹⁹¹ Vgl. bspw. Reis, Karl Eugen: „Die Unabhängigkeit des Analysten“, in: Börsen-Zeitung, 17.11.2000. Der Autor ist Leiter des Research der DG Bank und Vorstandsmitglied der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management – DVFA.

¹⁹² Vgl. u. a. Hax 1998

2.3.1 Research und Kundenhandel / freiwilliges Market Making

Das Handelsgeschäft – sofern es sich nicht um reinen Eigenhandel handelt – wird durch die Banken betrieben, um aus den Differenzen zwischen kurzfristigem An- und Verkauf Gewinne zu erzielen¹⁹³. Ähnlich wie Börsen übernehmen die Handelsbereiche der Banken eine Intermediärfunktion, allerdings häufig mit dem zusätzlichen Risiko verbunden, kurzfristig auch Risikopositionen einzugehen¹⁹⁴. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass der Großteil der Intermediärgeschäfte als außerbörsliche Festpreisgeschäfte (Eigenhandel für andere)¹⁹⁵ ausgestaltet ist.

In diesem Zusammenhang ist es nicht unüblich, dass die Häuser in einzelnen Werten als so genannte Market Maker fungieren¹⁹⁶. Dabei stellen sie auf freiwilliger Basis regelmäßig aktuelle Preise in einem Wert (z. B. ein Zertifikat) und handeln den Wert auf Anfrage in begrenztem Volumen zu den quotierten Preisen. Dadurch wird der Markt mit Liquidität versorgt¹⁹⁷.

Es ist m. E. schwierig, aus der normalen Ausübung von Market Making ein Interesse an der Beeinflussung von Research abzuleiten, da es gerade nicht das Ziel des Market Making ist, Positionen einzugehen. Das Interesse der Market Maker liegt in möglichst großen Spannen zwischen Ankaufs- und Verkaufskursen, dem sog. Spread. Hierüber realisieren die Market Maker ihre Gewinne¹⁹⁸. Schenkt man der empirischen Untersuchung von Scherbina¹⁹⁹ Glauben – je größer die Unterschiede zwischen den Analystenprognosen, desto größer die Spreads (Handelskosten) –, hätten die Market Maker also höchstens ein Interesse an möglichst unterschiedlichen Analystenempfehlungen. Die Möglichkeit der Einflussnahme seitens der Market Maker auf Analysten anderer Häuser ist jedoch so gut wie zu verneinen, sodass dieser Interessenkonflikt in der Praxis keine besondere Rolle spielen dürfte.

¹⁹³ Der Kommissionshandel wird hier nicht weiter betrachtet, da das Konfliktpotenzial gering ist und ausführlich durch das Kommissionsrecht geregelt ist.

¹⁹⁴ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 587 ff.

¹⁹⁵ Vgl. Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 102, Rd. Nr. 49

¹⁹⁶ Vgl. ebenda, Rd. Nr. 50

¹⁹⁷ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 610 ff.

¹⁹⁸ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 611

Im Zusammenhang mit der Emission von nicht der Finanzierung der Bank dienenden Wertpapieren, also von Optionsscheinen, Zertifikaten etc., kann sich für den Handelsbereich ein Anreiz, auf den Researchbereich einzuwirken, ergeben. Unterstellt man, dass derartige Emissionen i. d. R. nahezu komplett risikoabgesichert (dynamischer deltaneutraler Hedge) sind, dann bestände kein Interesse des Handelsbereichs an einem Steigen oder Fallen der Kurse²⁰⁰, sondern allenfalls an der Schaffung eines breiten Interesses an den Produkten an sich. Ein Interesse an der Beeinflussung von Finanzanalysen kann hier also nicht konstatiert werden, vielmehr dürfte hier auf ein entsprechendes Marketingprogramm zurückgegriffen werden.

Bei ihren Preisstellungen werden die Handelsbereiche neben dem Angebot und der Nachfrage in den gehandelten Werten auch durch die Einschätzungen der Researchabteilung zu einzelnen Werten beeinflusst. Es bestände möglicherweise ein Interesse der Handelsabteilung, zur Veröffentlichung anstehendes Research zeitlich vor anderen Marktteilnehmern zu erhalten mit dem Ziel, sich u. U. ergebende Kursreaktionen ausnutzen zu können oder die Empfehlungen an einzelne besonders gute Kunden zu kommunizieren²⁰¹. Dieses als Front Running bezeichnete Verhalten wäre allerdings ein Verstoß gegen die Insiderregeln und die Wohlverhaltensregeln²⁰².

2.3.2 Research und Eigenhandel

Im Gegensatz zu den strategischen Investments, die i. d. R. längerfristiger Natur und bilanziell dem Anlagevermögen zuzuordnen sind, sollen unter dem Begriff der Eigenhandelspositionen kurz- bis mittelfristige, dem Umlaufvermögen zuzuordnende, nicht abgesicherte Handelspositionen in

¹⁹⁹ Vgl. bspw. Scherbina 2004. Scherbina weist in ihrem Papier nach, dass mit einer größeren Unstimmigkeit zwischen den Analysten eine Erhöhung der Spreads einhergeht.

²⁰⁰ Eine insgesamt höhere Volatilität der Märkte läge allerdings im Interesse des Handelsbereichs, da unter diesen Umständen derivate Instrumente gefragter sind als in Zeiten mit geringer Volatilität.

²⁰¹ Vgl. o. A.: „Merrill Lynch entlässt Einzelhandelsanalysten - Caruso soll Kunden vorab über eine Herabstufung informiert haben - Wertpapierhaus steht unter Druck“, in: Börsen-Zeitung, 23.08.2002

²⁰² Kauf- und Verkaufsaufträge werden in § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG i. d. V. des AnSVG vom 30.10.2004 jetzt explizit als Insiderinformationen bezeichnet. Die Wohlverhaltensregeln werden in Teil IV1.4.2 ausführlich beschrieben.

relevante Vermögensgegenstände gefasst werden (Spekulation)²⁰³. Dies wären u. a. ungesicherte Handelspositionen und -strategien in Aktien, Anleihen, Devisen und Waren wie z. B. Gold, aber auch in geeigneten Derivaten, z. B. Zins- und Aktienfutures. Als typische Beispiele des Eigenhandels sei zum einen eine durch den Aktieneigenhandel der Bank eingegangene Long Position mit der Erwartung steigender Kurse, zum anderen eine durch den Fixed-Income-Eigenhandel der Bank eingegangene Short Position in Zinsfutures (z. B. Bund-Future) in Erwartung steigender Zinsen genannt²⁰⁴.

Eigenhandelspositionen bzw. -strategien stellen erhebliche potenzielle Interessenkonflikte für die Bank im Zusammenhang mit Research dar. So könnte der Eigenhandelsbereich Interesse daran haben, einzelne Researchstudien in eine für die Bankposition günstige Richtung zu lenken, um so die Wertentwicklung der eigenen Positionen zu unterstützen oder Researchstudien zeitlich vor den kundenbetreuenden Abteilungen zu erlangen²⁰⁵. Zur Verhinderung dieses Konfliktes sind angemessene organisatorische Maßnahmen, z .B. die Errichtung von Chinese Walls und Überwachung durch Compliance, von der Bank zu ergreifen.

2.3.3 Research und Strategieabteilung der Bank

Die Entwicklung und die Umsetzung von strategischen Ideen sind in den Banken auf oberster Leitungsebene, also beim Vorstand bzw. bei gesondert für diese Zwecke eingerichteten Stabsabteilungen, angesiedelt. Die strategischen Ziele der Investmentbanken umfassen u. a. den Auf- oder Abbau von Beteiligungen wie auch die Übernahme oder die Trennung von anderen Gesellschaften²⁰⁶.

In diesen Fällen kann die Bank ein Interesse an einem möglichst günstigen Einstiegs- oder Verkaufskurs bzw. an einer möglichst günstigen Übernahme

²⁰³ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 614

²⁰⁴ Vgl. u. a. Achleitner, ebenda

²⁰⁵ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 617

²⁰⁶ Vgl. bspw. Sauermann 2000

oder teuren Abgabe haben. Dies ließe sich u. U. mittels negativ ausgerichteten Research vorbereiten. D. h., die Researchabteilung könnte in die Konfliktsituation geraten, einerseits objektives Research zu erstellen und andererseits die strategischen Akquisitionentscheidungen der Bank zu fördern.

2.3.4 Research und Treasury-Abteilung

Die Treasury-Abteilung der Investmentbanken ist neben der Liquiditätssteuerung der Banken u. a. für die Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital verantwortlich²⁰⁷. Eines der Ziele dabei ist, die möglichst kostengünstige Finanzierung für die Häuser sicherzustellen. Somit kann ein Interesse der Treasury-Abteilung darin liegen, mittels positivem Research in der eigenen Aktie oder anderen Finanzinstrumenten (z. B. Unternehmensanleihen) ein möglichst positives Umfeld für Kapitalmaßnahmen zu schaffen.

2.3.5 Research und Vermögensverwaltung

Bei der Vermögensverwaltung („VV“) übernimmt ein Vermögensverwalter im Rahmen der ihm durch die Kunden eingeräumten Vollmacht unter Wahrung der Kundeninteressen die Investmententscheidungen für seine Kunden auf deren Rechnung²⁰⁸. Je nachdem, ob die Bank oder ein Dritter als Vermögensverwalter agiert, spricht man aus Sicht der Banken von einer internen oder einer externen VV, sofern das Depot des Kunden bei der Bank liegt.

Die Umsetzung der Investmententscheidungen des Vermögensverwalters erfolgt, vereinfacht dargestellt, durch einen Auftrag des Vermögensverwalters an die Handelsabteilung der Bank, für Rechnung der Kunden die entsprechenden Instrumente zu handeln und abzurechnen. Oftmals wird dem Vermögensverwalter als Bestandteil seiner Geschäftsbeziehung mit der

²⁰⁷ Vgl. u. a. Duttweiler 2000, S. 1070 ff.

²⁰⁸ Vgl. Assmann / Schneider 2003, S. 107, Rd. Nr. 65-67

Handelsabteilung Research kostenlos zur Verfügung gestellt²⁰⁹. Dies gilt im Wesentlichen sowohl für die interne als auch für die externe VV.

Es könnte im Interesse des Vermögensverwalters liegen, seinen VV-Empfehlungen mittels Gefälligkeitsresearch zum Erfolg zu verhelfen, um so letztlich seine Ertragsprovisionen und/oder Umsatzprovisionen zu steigern. Somit kann nicht gänzlich ausgeschlossen werden, dass sich die Researchabteilung dem Druck der VV ausgesetzt sieht, Research zugunsten der VV zu erstellen. Weiterhin kann es im Interesse der VV liegen, über ein hohes Umschlagvolumen zusätzliche Provisionen zu generieren („Churning“)²¹⁰. Sollen Researchempfehlungen als Rechtfertigungen für die Anlageentscheidungen dienen, ist eine Einflussnahme auf die Researchabteilung nicht auszuschließen.

Tendenziell dürften ceteris paribus die Einflussmöglichkeiten auf die Researcherstellung im Fall der internen VV höher einzustufen sein als im Fall der externen VV.

2.3.6 Research und Asset Management

Ohne weiter auf die Unterschiede zwischen der rechtlichen Ausgestaltung von Fonds in der Bundesrepublik und z. B. angelsächsischen Ländern einzugehen, können wirtschaftlich im Allgemeinen Publikumsfonds und Spezialfonds unterschieden werden²¹¹. Erstere zeichnen sich dadurch aus, dass sie einem breiten und praktisch unbegrenzten Anlegerpublikum Zugang zu Fondsprodukten bieten. Letztere stellen eher auf die Anlagebedürfnisse einer klar definierten Anlegergruppe ab und sind auch nicht für jedermann zugänglich. Beiden Fondstypen ist gemein, dass die Anlegergelder treuhändisch für gemeinschaftliche Rechnung der Investoren im Wege der Risikostreuung investiert werden²¹².

²⁰⁹ Vgl. o. A.: „Morgan Stanley strafft seine Researchabteilung“, in: Handelsblatt, 24.11.2005, S. 30

²¹⁰ Vgl. u. a. Boatright 1999, S. 16. Hier wird Churning, durchgeführt von Brokern, beschrieben.

²¹¹ Vgl. u. a. Mössle 2000, S. 876 f.

Investmentgesellschaften sind eine der größten Kundengruppen der Handelsabteilungen der Investmentbanken. Aus diesem Grunde erhalten Investmentgesellschaften oftmals kostenlosen Zugriff auf die Researchberichte der Investmentbanken als Bestandteil der von ihnen in Anspruch genommenen Handelsdienstleistungen. Diese Praxis wird auch als „Softing“ oder „Soft Dollar“ bezeichnet²¹³. Zur Auswertung der Researchberichte der Investmentbanken setzen Investmentgesellschaften häufig und im Gegensatz zur VV so genannte Buy-Side-Analysten ein²¹⁴. Ziel ist es, die Investmententscheidungen so gut informiert wie möglich zu treffen.

Je nachdem, ob es sich bei dem Kunden um eine Investmentgesellschaft des Konzerns oder um eine externe Investmentgesellschaft handelt, sind die möglichen Konflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Research als intern oder als extern zu klassifizieren. Da die Konflikte in beiden Fällen die gleichen sind, sollen sie sowohl für den externen als auch für den internen Fall an dieser Stelle untersucht werden.

Die Konfliktmöglichkeiten zwischen den Investmentgesellschaften und dem Research sind ähnlich wie im Falle der Vermögensverwaltung gelagert. Es bestände theoretisch ein Interesse der Investmentgesellschaft – bzw. des beauftragten „Investment Advisor“ – an unterstützendem Research für geplante bzw. bereits getroffene Investmententscheidungen. Der Vorteil für die Investmentgesellschaften läge in einer verbesserten Fondsperformance, was letztlich zusätzliches Anlagevolumen und steigende Erträge zur Folge hätte. Derartige Interessen könnten die Investmentgesellschaften unter Nutzung der Nachfragemacht über die Handelsabteilungen der Investmentbanken an die Researchabteilungen durchzusetzen versuchen.

²¹² Vgl. bspw. Loistl / Petrag 2002, S. 139 ff.

²¹³ Vgl. ebenda, S. 80, oder Boatright 1999, S. 71 f., vgl. auch Spatt 2005, Abschnitt 2. B, S. 4 ff

²¹⁴ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 30, oder auch Schilder 2005, S. 22

2.3.7 Research und Kreditgeschäft

In dieser Arbeit wird davon ausgegangen, dass es idealtypisch drei Möglichkeiten gibt, mit Kreditrisiken aus dem Kreditgeschäft umzugehen²¹⁵. Erstens: Die Kreditabteilung entscheidet, weder eine Besicherung vom Kreditnehmer zu verlangen noch eine anderweitige Absicherung vorzunehmen und sich im Wesentlichen auf die Diversifizierung ihres Kreditportfolios zu verlassen („Diversification“). Zweitens: Der Kredit wird mittels handelbarer Sicherheiten vom Kreditnehmer oder Dritten gesichert („Insurance“). Drittens: Das Kreditrisiko wird mittels einer Absicherungstransaktion an einen Dritten transferiert („Hedging“). Syndizierte Kredite werden im Abschnitt „Externe Konflikte“ (vgl. 2.4) gesondert betrachtet.

Sofern durch die Kreditabteilung weder eine Besicherung noch eine Absicherung vorgenommen wird, besteht mangels Einflussmöglichkeiten der Researchabteilung auf die Bewertung des Kredites auch kein Anreiz für die Kreditabteilung, auf die Researchabteilung einzuwirken.

Bestellt die Kreditabteilung handelbare Kreditsicherheiten, besteht bereits bei einem normalen Kreditverlauf (d. h. keine Inanspruchnahme der Sicherheiten durch die Bank) ein Interesse der Kreditabteilung an einer stabilen oder positiven Wertentwicklung der Sicherheit. Sollte es darüber hinaus tatsächlich zur Verwertung der Sicherheiten kommen, wäre ein deutlich zunehmendes Interesse der Kreditabteilung an einer positiven Wertentwicklung der Sicherheiten anzunehmen. Handelt es sich bei den Sicherheiten um Instrumente aus dem Researchuniversum der Bank (z. B. Aktien), kann ein Interesse der Kreditabteilung an einer aus eigener Sicht positiven Researchempfehlung unterstellt werden.

Im dritten Fall nutzt die Kreditabteilung Mechanismen, um ihre Kreditrisiken über Risikotransfer abzusichern. Dies kann u. a. durch den Handel von Krediten im Sekundärmarkt oder durch Kreditderivate (z. B. Credit Default

²¹⁵ Vgl. bspw. bei Sinkey 1998, S. 205

Swaps) erfolgen²¹⁶. Es läge also durchaus im Interesse der Kreditabteilung, die Absicherungstransaktionen zu möglichst günstigen Konditionen durchzuführen. Neben dem Ausnutzen von Informationsvorsprüngen über die Kreditrisiken wäre die Researchempfehlung ebenfalls geeignet, die Kosten der Absicherung im Sinne der Kreditabteilung positiv zu beeinflussen. Entsprechend kann für diesen Fall auch ein Interesse der Kreditabteilung an einer Beeinflussung der Researchabteilung angenommen werden.

2.4 Externe Konflikte

Bei den oben vorgestellten Konstellationen ging es darum, die Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research zu beleuchten, die sich für die bankinternen Auftragnehmer (B_1 , R, A) dadurch ergeben, dass sie neben den implizit vertraglich vereinbarten Kundeninteressen – nämlich der Erstellung von objektivem und aktuellem Research – eigene Interessen verfolgen bzw. durch andere Bankabteilungen beeinflusst werden. In diesem Abschnitt soll nun untersucht werden, welche als extern bezeichneten Interessenkollisionen sich aus der Erstellung von Research für eine Kundengruppe der Bank und der zeitgleichen Erbringung anderer Dienstleistungen für weitere Kunden ergeben können.

Für die Untersuchung wird der Einfachheit halber unterstellt, dass es keine Interessenkonflikte zwischen den Kunden und dem sie betreuenden Bankbereich gibt. Der Konflikt entsteht erst zwischen den unterschiedlichen betreuenden Bankbereichen bzw. bei der Researchabteilung der Bank.

2.4.1 Research und allgemeine Geschäftsbeziehung zum analysierten Emittenten

Jede Geschäftsbeziehung der Bank zu einem Emittenten, dessen Wertpapiere Gegenstand von Research der Bank sind, kann sowohl beim Emittenten als auch bei der betreuenden Bankabteilung (z. B. Firmenkundenbetreuer) einen Erwartungsdruck auf die Researchabteilung

²¹⁶ Einführend bei Franke 2000, S. 267 ff.

erzeugen. So kann es von Interesse sein, die Geschäftsbeziehung nicht durch negatives Research zu belasten oder die Beziehung durch positives Research zu fördern. Sofern es jedoch keine speziellen – wie in den nächsten Abschnitten beschrieben – Vereinbarungen zwischen der Bank und dem Emittenten gibt, kein Research zu verteilen, entbehrt diese Erwartungshaltung jeglicher Grundlage. Die Researchabteilung hat in diesem Fall weiterhin die Interessen der Kunden auf Investorenseite zu wahren und objektives und aktuelles Research zu erstellen.

2.4.2 Research und M&A-Mandat

Ein Interessenkonflikt kann für die Bank im Falle eines M&A-Mandates aus der möglichen Gegenläufigkeit der Interessen des M&A-Kunden und der Anlage- und Sales-Kunden erwachsen. Die Bank verpflichtet sich im Rahmen eines M&A-Mandates in aller Regel zur umfassenden Wahrung der Interessen des M&A-Kunden während der M&A-Transaktion. Dies kann bedeuten, dass während der Mandatierung die Möglichkeiten der Bank eingeschränkt sind, den Interessen des M&A-Kunden nicht genehmes Research zu veröffentlichen²¹⁷.

Verteilt die Bank während des Mandates aus Sicht des M&A-Kunden negatives Research an die Investoren, muss sich die Bank vorhalten lassen, nicht im Interesse des M&A-Kunden gehandelt zu haben, mit dem damit einhergehenden Risiko der Beeinträchtigung der Geschäftsbeziehung und möglicher Schadensersatzforderungen. Würde sie positives Research verteilen, bestünde die Gefahr des Vorwurfs der Konditionierung des Marktes seitens der Investoren und Aufsichtsbehörden, ebenfalls mit den entsprechenden Konsequenzen.

²¹⁷ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 163 f.

2.4.3 Research und das Emissionsgeschäft

Grundsätzlich gilt es, zwei mögliche Konstellationen beim Emissionsgeschäft²¹⁸ im Zusammenhang mit Research zu unterscheiden: zum einen das emissionsbegleitende Research, d. h. Research, das speziell auf die Emission eingeht bzw. aufgrund der Emission erstellt wird, zum anderen laufendes Research, also Research, das i. d. R. nicht anlassbezogen erstellt wird²¹⁹.

Ein möglicher Interessenkonflikt entsteht vor allem im ersten der beiden Fälle. Es stehen sich die mandatsmäßige Verpflichtung der Emissionsabteilung, die Interessen des Emittenten bzw. der Altaktionäre während der Emission umfassend zu wahren, und das Interesse der Bankkunden auf Investorenseite an objektivem und aktuellem Research gegenüber²²⁰. Die Interessen des Emittenten bzw. der Altaktionäre und der Emissionsabteilung der Bank bestehen in der möglichst vollständigen Platzierung der Wertpapiere am Primärmarkt unter Beachtung der Vorstellungen hinsichtlich Preis, Investorenbasis und Zeit sowie ggf. in einer stabilen Kursentwicklung der Emission im Sekundärmarkt.

Es besteht die Gefahr, dass die Emissionsabteilung die Researchabteilung zu Gefälligkeitsresearch verleitet²²¹, der Analyst einen indirekten Druck verspürt, entsprechend positives Gefälligkeitsresearch zu erstellen oder auch nur der Anschein entsteht, dass die Bank mit ihrem Research den Markt konditionieren will. Die Anleger sind dagegen an einer objektiven Analyse des Börsenkandidaten interessiert. Erstellt die Bank andererseits eine Studie, deren Inhalt zum Nachteil des Emissionsvorhabens reicht, und verbreitet diese am Markt, wird sie sich dem Vorwurf der Verletzung der Interessewahrungspflicht durch den Emittenten aussetzen und u. U. Schadensersatzansprüche provozieren.

²¹⁸ Für eine ausführliche rechtliche Würdigung des Emissionsgeschäfts vgl. Bosch / Groß 2000

²¹⁹ Die Definition von „fortlaufendem Research“ ist, sofern explizit in regulatorischer Form gegeben, so gestaltet, dass das Konfliktpotenzial zwischen Research und Neuemission nicht zum Tragen kommen soll. Beispielhaft ist die SEC-Regel Rule 139 zu nennen.

²²⁰ Vgl. u. a. Loistl 1993, S. 468

²²¹ Vgl. z. B. Faitz, in: Rolke / Wolff 2000, S. 174 ff.

Noch verstärkt tritt der eben beschriebene Interessenkonflikt im Rahmen des sog. „Competitive IPO“ auf. Diese Form der IPOs wurde erstmals im englischen Markt im Sommer 2005 eingesetzt²²². Dabei werden nicht – wie derzeit Marktusance – bereits lange vor Börsengang die Konsortialbanken nach einem Beauty Contest benannt. Vielmehr fordern die Emittenten bei diesem Verfahren eine größere Anzahl von Investmentbanken bis kurz vor dem IPO auf, ihre Angebote inkl. der vorgesehenen Researchstudien als Paket zu präsentieren. Der Zuschlag wird erst relativkurzfristig erteilt. In diesem Verfahren steigt der indirekte Druck auf die Analysten, gefälliges Research zu erstellen, weiter an. Die englische FSA untersucht diese Praxis momentan hinsichtlich des Potenzials für Interessenkonflikte²²³. Im US-amerikanischen und europäischen Markt ist dieser IPO-Prozess bisher nicht zu beobachten.

Ein weiteres bei der Emission von Aktientiteln eingesetztes Verfahren ist der sog. Dual-Track-Prozess. Bei diesem wird parallel zu dem IPO eine Privatplatzierung vorbereitet. Die Entscheidung über die endgültige Art der Platzierung wird kurzfristig in Abhängigkeit der Marktbedingungen getroffen. Neben dem Emissionsgeschäft zeichnen die Emissionsabteilungen der Banken (Equity Capital Market) oftmals auch für die Umplatzierung von großen Aktienpaketen im Sekundärmarkt (Block Trades) verantwortlich. Im Rahmen dieser Geschäftsaktivitäten der Kapitalmarktabteilungen (ECM) können im Wesentlichen die gleichen Interessenkonflikte wie bei den oben beschriebenen lupenreinen IPOs auftreten²²⁴.

2.4.4 Research und Structured-Finance-Mandat

Unter den vielfältigen Spielarten der strukturierten Finanzierung sind bei unserer Betrachtung lediglich die Finanzierungen von Interesse, die auch Gegenstand der Researchtätigkeit der Researchabteilung sind. Dabei handelt

²²² Vgl. bspw. Mollenkamp, C. / Reilly, D.: „U.K. reviews IPO procedure“, in: Wall Street Journal Europe, 09.11.2005

²²³ Vgl. o. A.: „FSA nimmt IPO-Taktik unter die Lupe“, in: Börsen-Zeitung, 10.11.2005

²²⁴ Vgl. o. A.: „Das interne Papier zum Telekom-Deal“, in: Spiegel online, 20.08.2001, 13:30 h

es sich vorrangig um unverbriefte kreditartige Instrumente sowie um ausgewählte verbrieft Instrumente²²⁵.

In der ersten Gruppe sind vor allem syndizierte Kredite zu nennen. Die Credit-Researchabteilung (nicht zu verwechseln mit der Kreditabteilung von Banken und Kreditanalysten) der Investmentbanken beschäftigt sich eingehend mit der Analyse von Anleihen sowie deren Emittenten, aber auch mit der Analyse der nichtverbrieften Verbindlichkeiten dieser Emittenten. Ziel der Analyse ist es, sowohl die Kursentwicklung der Anleihen vorherzusagen als auch Aussagen zur Kreditqualität des Emittenten zu treffen²²⁶.

Da für die Structured-Finance-Abteilung ein Interesse daran besteht, die Finanzierungsmöglichkeiten ihres Kunden positiv zu gestalten, kann ein Einflussnahmeversuch auf die Researchabteilung bzw. den Analysten mit dem Ziel, vorteilhaftes Research zu erzeugen, nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Insgesamt dürfte das Konfliktpotenzial eher gering ausfallen, da erstens am Primärmarkt die Investoren als Kreditgeber oftmals selbst in geeigneter Form in die Kreditprüfung mit einbezogen werden, es also kaum asymmetrische Informationen gibt, und zweitens ein Sekundärmarkt nur begrenzt existiert.

In die auch als „Securization“ bekannte zweite Gruppe fallen sämtliche Spielarten der ABS-Strukturen. Unter diesen Begriff sollen hier auch die zurzeit äußerst beliebten CDO (Collateralized Debt Obligations) gefasst werden. Neben den ABS-Strukturen sind auch noch die so genannten Credit Linked Notes (CLN) zu erwähnen²²⁷.

Es besteht prinzipiell das gleiche Konfliktpotential für die Researchabteilung zwischen dem Interesse der Investoren und dem Nutznießer der ABS-Platzierung wie im Fall des Emissionsmandates.

²²⁵ Einführend Achleitner 2002, S. 417 ff.

²²⁶ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 480

²²⁷ Genauer u. a. bei Bund, in: Hummel / Breuer 2001, S. 685 ff.

2.4.5 Research und mit Emittenten vereinbartes Market Making

Der Designated-Sponsor-Vertrag der Deutschen Börse AG ist ein Beispiel für eine vertraglich geregelte Betreuung (Stellen von Kauf- und Verkaufskursen) der Aktie eines Emittenten durch die betreuende Bank („Sponsor“) an der Börse²²⁸. So war seit 1998 ein Kriterium für die Zulassung von Aktien einer Gesellschaft zum Handel am Neuen Markt, jetzt TecDax, die Verpflichtung von mindestens zwei Designated Sponsors durch die Gesellschaft. Die Aufgabe der Designated Sponsors besteht u. a. darin, Research zu der Aktie der betreuten Gesellschaft in regelmäßigen Abständen zu veröffentlichen. Die im Emissionsgeschäft tätigen Banken mit ihren Emissionsabteilungen sind in der Hochzeit des Neuen Marktes eine Vielzahl derartiger Verträge eingegangen, wobei es den Researchabteilungen oblag, die Verpflichtung umzusetzen. Dabei kann es zu Interessenkonflikten zwischen der möglichen Erwartungshaltung des Emittenten und der Emissionsabteilung hinsichtlich positivem Research einerseits und dem Anspruch der Researchabteilung an objektives Research andererseits kommen.

Seit der Neugestaltung der Börsensegmente der Frankfurter Wertpapierbörse durch die Deutsche Börse AG im Jahr 2002 ist die Benennung von Designated Sponsors als Zulassungsvoraussetzung entfallen²²⁹.

2.4.6 Research für unterschiedliche Kundengruppen

Wie bereits ausgeführt, ist es in der Praxis nicht unüblich, dass es in Investmentbanken für unterschiedliche Kunden unterschiedliche Researchabteilungen gibt, die auf unterschiedliche Kundenbedürfnisse zugeschnittene Researchanalysen erstellen. Oft wird dabei das zunächst für institutionelle Investoren geschriebene Research überarbeitet und in eine für nichtinstitutionelle Kunden besser verständliche Form und Sprache

²²⁸ Vgl. Definition des „Designated Sponsor“ gemäß § 23 Abs. 2 Börsenordnung (BörsO) der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB)

²²⁹ Vgl. Deutsche Börse 2002

gebracht²³⁰. Dies hat zeitnah zu geschehen (z. B. innerhalb von zwei Stunden), wobei der Umfang der Publikationen natürlich eine Rolle spielt²³¹.

Dieses als „Sekundärresearch“ bezeichnete Research wird durch die den Anlageberatungsabteilungen für Privatkunden zugeordneten „Sekundärresearch“-Abteilungen erstellt. Handelt es sich bei deren Tätigkeit um reine sprachliche Anpassungen und nicht um eigenständige Researcherstellung, sind – neben den in Abschnitt 2.2.1 bereits beschriebenen Interessenkonflikten – keine zusätzlichen Konflikte zu erwarten. Allerdings würde eine zeitlich erheblich verzögerte Verbreitung von Sekundärresearch an nichtinstitutionelle Kunden einen möglichen Interessenkonflikt bedeuten.

Für Häuser, die für ihre Privatkunden eigenständige Analysetätigkeiten und Empfehlungsaussagen zulassen bzw. für ihre nichtinstitutionellen Kunden komplett eigenständige Researchabteilungen vorhalten, stellt sich die Frage, ob anders lautende Empfehlungen in ein und demselben Wert bzw. Emittenten gewünscht sind bzw. wie damit verfahren werden soll. Es erscheint nicht abwegig, dass unterschiedliche Analysten aufgrund von unterschiedlichen Analysemethoden und zeitlichen Vorstellungen (kurzfristig, mittelfristig, langfristig) für ihre Empfehlungen und Anlagealternativen zu unterschiedlichen Empfehlungsaussagen kommen. In der Praxis zeigt sich, dass die Investmentbanken mit dieser Situation durchaus unterschiedlich umgehen, d. h., einige Institute lassen abweichende Empfehlungen für unterschiedliche Kundentypen zu, andere nicht²³².

Der Ansatz gegenläufige Empfehlungsaussagen zuzulassen, kann zu Interessenkonflikten führen. Man stelle sich vor, dass die Bank ihren nichtinstitutionellen Kunden eine langfristige Kaufempfehlung, basierend auf einer aktuellen Researchstudie, gibt und kurz darauf, bei nicht geänderter Faktenlage, den institutionellen Kunden eine kurzfristige Verkaufsempfehlung

²³⁰ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt I

²³¹ In einer Befragung von 10 in Deutschland tätigen Instituten im Januar 2006 zeigten diese sich bei der Beantwortung der Frage zur durchschnittlichen Dauer der Überarbeitung sehr zurückhaltend. Vgl. Anlage 5, Abschnitt I

²³² Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt I

auf Grundlage eines weiteren kurzfristig orientierten Researchberichts (z. B. einer charttechnischen Analyse) ausspricht.

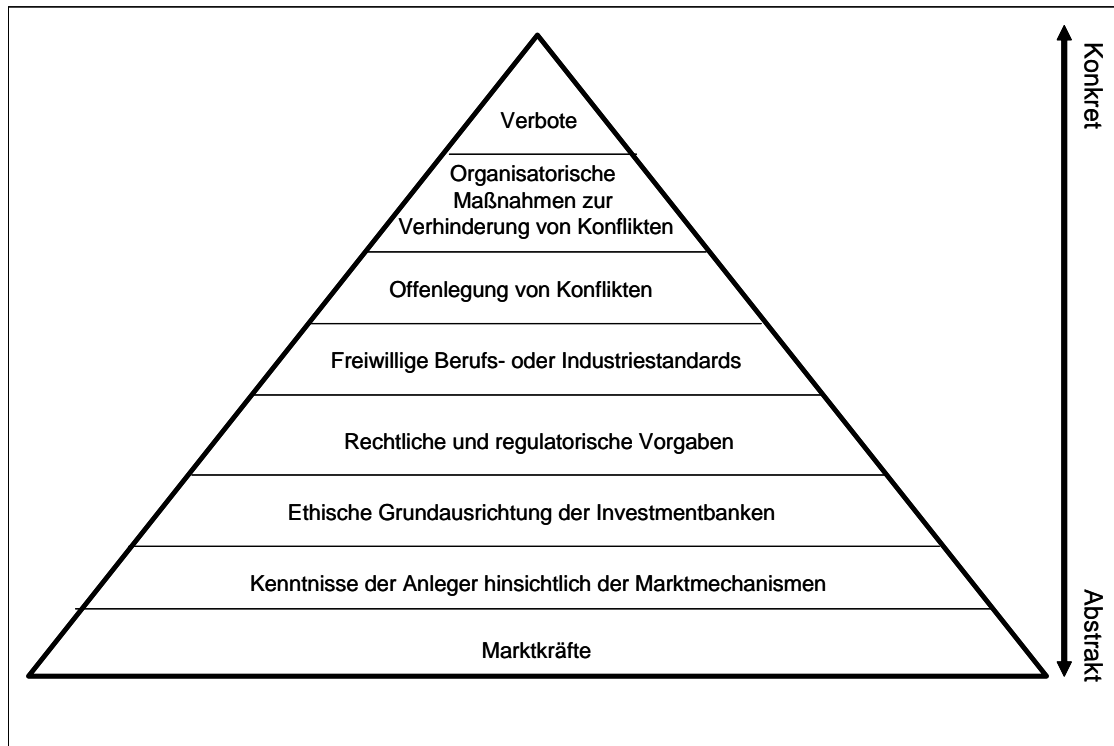
Eine derartige Situation dürfte für nichtinstitutionelle Kunden unbefriedigend sein, da hier die langfristigen Renditechancen durch die Researchempfehlung für die institutionellen Investoren durchaus negativ beeinflusst werden würden, und sei es nur über den zu hoch gewählten Einstiegskurs.

Der Fall, dass einzelne Investoren aufgrund ihrer aktuellen oder zukünftigen Anlagestrategie unterschiedliche Erwartungen hinsichtlich der konkreten Empfehlungsaussage eines durch Research analysierten Wertes haben und dies der Researchabteilung direkt oder indirekt mit der Erwartung kommunizieren, dass die Researchabteilung eine entsprechende Researchstudie veröffentlicht, kann ebenfalls nicht ausgeschlossen werden. Mit anderen Worten: Hier können externe Interessenkonflikte für die Researchabteilung entstehen. Da jedoch für keinen der Investoren ein Anspruch auf Gefälligkeitsresearch besteht, ist derartigen Begehren nicht zu folgen.

3 Einflussfaktoren auf den Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken

Nachdem der vorangegangene Abschnitt die möglichen Interessenkonflikte bei der Researcherstellung und -verbreitung in Investmentbanken systematisch aufgezeigt hat, soll in diesem Abschnitt untersucht werden, welches die wesentlichen Einflussfaktoren auf den Umgang mit Interessenkonflikten sind.

Abbildung 11 – Einflussfaktoren auf den Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken bei der Erstellung und Verbreitung von Research



Quelle: Eigene Darstellung

3.1 Der Markt

Der erste wesentliche Einflussfaktor auf den Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken ist die fundamentale Instanz des Kapitalmarktes und die in ihm wirkenden Marktkräfte²³³. Die grundlegenden Marktmechanismen stellen i. d. R. ein wirkungsvolles Korrektiv dar, das es den Kunden erlaubt, diejenigen Researchanbieter abzustrafen, die ihre eigenen Interessen über diejenigen der Kunden stellen, bzw. die Anbieter zu bevorzugen, die sich kein derartiges Verhalten zuschulden kommen lassen. Ein Eingriff der regulierenden Institutionen sollte nur bei einem Marktversagen erfolgen²³⁴. Die aktuelle Regulierungstätigkeit der zuständigen Behörden legt, sofern man dem marktwirtschaftlichen Ansatz folgt, den Schluss nahe, dass es in der Vergangenheit zu einem erheblichen Marktversagen gekommen sein muss,

²³³ Vgl. Hopt 1991, S. 318 zu allgemeinen Interessenkonflikten

²³⁴ Vgl. u. a. SIA 2003. In dem White Paper der SIA heißt es bspw. in Abschnitt II, A: „Free markets and a competitive environment should determine the fundamental structure of the securities markets. Regulation should prevent fraud and abuse and ensure a level playing field. But, as Congress instructed when it enacted the Securities Acts Amendments of 1975 ('1975 Amendments'), regulators should foster, not dictate, the development of the national market system.“

da nur dies das Eingreifen des Staates in diesem Maße rechtfertigen würde. Die regulierende Kraft des Marktes sollte jedoch nicht aus den Augen verloren werden²³⁵.

3.2 Kenntnisse der Anleger

Informierte und verständige Investoren sind besser in der Lage, die Marktmechanismen, insbesondere die Interessenkonflikte bei der Erstellung von Research, zu verstehen und bei ihren Investmententscheidungen entsprechend zu berücksichtigen²³⁶. Training und Aufklärung der Anleger ist ein probates Mittel, die Anfälligkeit der Anleger für Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research zu reduzieren²³⁷. Aus diesem Grunde sollten Aufsichtsbehörden, Bankenvereinigungen und Analysten- und Anlegervertreter zukünftig gemeinsam an Maßnahmen arbeiten, die das Verständnis privater Anleger von Investmentbankenresearch, von Tipps in Fachzeitschriften und Zeitungen sowie von bankenunabhängigem Research verbessern. Insbesondere sollte den Anlegern vermittelt werden, wer die Adressaten der unterschiedlichen Publikationen sind, wie die Finanzierung der Researchabteilung ausgestaltet ist, welche strukturellen Interessenkonflikte existieren und wie mit situativen Interessenkonflikten umgegangen wird²³⁸.

3.3 Ethische Grundausrichtung

Investmentbanken müssen, wie andere Unternehmen auch, durch die Formulierung und Umsetzung von allgemeinen ethischen Grundsätzen ihren Mitarbeitern eine Orientierungshilfe für den Umgang mit Konfliktfällen zur

²³⁵ Vgl. bspw. Merk, Peter*: „Bei Überregulierung drohen blutleere Analysen und Aussagen - Der Markt als systemimmanenter Regulierungsfaktor wird unterschätzt - Zentrales Ziel von Research ist stets die Schaffung von Mehrwert für die Investoren“, in: Börsen-Zeitung (Sonderbeilage „Aktienanalysten Award“), 03.06.2004. * Chefvolkswirt und Leiter des Bereichs Research der Landesbank Baden-Württemberg

²³⁶ Vgl. u. a. Rosen, Rüdiger v.: „Vertrauen in Integrität und Qualität der Aktienanalyse verbessern - Hohes Berufsethos fördern - Schwarze Schafe identifizieren - Anlegerbildung forcieren“, in: Börsen-Zeitung (Sonderbeilage „Aktienanalysten Award“), 03.06.2004

²³⁷ Vgl. u. a. IOSCO 2003, Principle 8 „Investor Education“

²³⁸ Ebenda

Verfügung stellen²³⁹. Die Umsetzung kann in Form von Mission Statements, Corporate-Governance-Kodex²⁴⁰ und Code of Ethics²⁴¹ erfolgen. Entscheidend für den Erfolg der Umsetzung ist allerdings die stringente Befolgung der Grundsätze auf allen Ebenen des Unternehmens²⁴². Die glaubhafte Umsetzung der ethischen Grundsätze ist ein wichtiges Signal der Investmentbanken an ihre Kunden, ihre Aktionäre sowie den gesamten Kapitalmarkt²⁴³.

3.4 Freiwillige Berufs- und/oder Industriestandards

Die Beachtung der unterschiedlichen Größe, Komplexität, Struktur und Geschäftstätigkeit der Banken bei der Regulierung ist für deren Wirksamkeit von besonderer Bedeutung²⁴⁴. Freiwillige Berufs-²⁴⁵ und/oder Industriestandards²⁴⁶ bilden daher eine wichtige ergänzende Komponente zu den gesetzlichen Regelungen, da hiermit flexibler und zielgenauer auf die Belange der Industrie eingegangen sowie u. U. effektiver und effizienter in einzelne Marktentwicklungen korrigierend eingegriffen werden kann. Die Frage der Durchsetzbarkeit der Regeln ist dabei entscheidend.

3.5 Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen

Die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen bilden aufgrund ihrer Verbindlichkeit und Durchsetzbarkeit für den Verkehr der einzelnen Teilnehmer des Kapitalmarktes miteinander einen der wichtigsten

²³⁹ Vgl. u. a. IOSCO 2003, Principle 4, S. 8, vgl. auch o. A.: „Greenspan fordert mehr Integrität und Vertrauen – Finanzskandale beeinträchtigen Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte“, in: Börsen-Zeitung, 17.04.2004

²⁴⁰ Zum Thema Corporate Governance, das sicherlich über die ethische Dimension der Führung von Unternehmen hinausgeht, vgl. Hopt 1997, S. 3 ff. Siehe auch Rosen 2001, S. 283-287

²⁴¹ Einführend bei Boatright 1999. Die Beschreibung eines Praxisbeispiels eines Code of Conduct findet sich bei Bornmüller / Schnebel 2004, S. 309 ff.

²⁴² Weiterführend Kuhn / Weiblel, in: Die Unternehmung, 5/2003, S. 375-392

²⁴³ Vgl. u. a. Bednar 2004, S. 201 f.

²⁴⁴ Vgl. u. a. IOSCO 2003, Abschnitt I.11, vgl. auch BaFin 1999, Organisationsrichtlinie, Abschnitt 3.3

²⁴⁵ Bspw. DVFA-Kodex für Finanzanalyse, vgl. DVFA 2003. Vgl. auch CFA: Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations, 2004, vgl. u. a. Schilder 2005, S. 160 ff.

Einflussfaktoren auf den Umgang mit Interessenkonflikten. Aus diesem Grunde widmen sich Teil IV1 und Teil V2 diesem kritischen Einflussfaktor nochmals ausführlich.

3.6 Offenlegung von Interessenkonflikten

Die Offenlegung von Interessenkonflikten ist eine äußerst effektive Maßnahme zur Beseitigung von konkreten Informationsasymmetrien²⁴⁷. Die abstrakte und konkrete Offenlegung von Interessenkonflikten bildet damit die Grundlage für eine auf einem Researchbericht basierende, ausgewogene und informierte Anlageentscheidung – trotz möglicher Interessenkonflikte auf Seiten des Researcherstellers und -vertellers²⁴⁸.

3.7 Organisatorische Maßnahmen

Die organisatorischen Vorkehrungen eines jeden Unternehmens stellen eine entscheidende Rahmenbedingung für die Leistungserbringung des Unternehmens dar²⁴⁹. Aufgabe der Organisation des Unternehmens ist es, sowohl für einen wohldefinierten Ablauf der Leistungserbringung zu sorgen als auch Fehler oder Mängel bei der Leistungserbringung zu verhindern. Dabei steht zunehmend die zweite Funktion der Organisation im öffentlichen Interesse. Fehlende oder mangelnde Kontrollen haben in vielen Bereichen der Wirtschaft zu erheblichen Schäden geführt²⁵⁰. Aufgrund des erheblichen „Gefahrenpotenzials“ bei Organisationsversagen in Unternehmen wurde durch den Gesetzgeber eine Reihe von Unternehmensorganisationspflichten sowohl zivilrechtlicher als auch öffentlich-rechtlicher Natur statuiert²⁵¹. So wurden für Kreditinstitute und Wertpapierdienstleister spezielle

²⁴⁶ Bspw. hält die SIA-Best-Practices-Sektion eine Reihe von Mindeststandards für die teilnehmenden Institute bereit, http://www.sia.com/best_practices/index.html

²⁴⁷ Vgl. Spremann 1990, S. 565 ff. Insgesamt verringert die Offenlegung die Agency-Kosten für den Prinzipal.

²⁴⁸ Vgl. u. a. IOSCO 2003, Principle 6 „Clarity, Specificity and Prominence of Disclosure“. Auf die einzelnen Regeln zur Offenlegung von Interessenkonflikten wird in Teil V2 ausführlich eingegangen.

²⁴⁹ Eine Darstellung der verschiedenen Organisationstheoretischen Ansätze in der Literatur findet sich u. a. bei Spindler 2001, S. 403 ff.

²⁵⁰ Vgl. u. a. Spindler 2001, S. 1. U. a. werden dort der Zusammenbruch der Barings Bank in 1995 und die Kreditvergabe an Schneider in 1994 genannt. Als neuere Beispiele können der Zusammenbruch von Enron Ende 2002 oder auch von Worldcom im Sommer 2002 genannt werden. Vgl. Hopt: „Ein Debakel à la Enron ist auch in Deutschland denkbar“, in: Handelsblatt, 21.02.2002, S. 8

Organisationspflichten im Kreditwesengesetz (KWG) und Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) normiert²⁵². Eine weitere Konkretisierung der Organisationspflichten für die Wertpapierdienstleister erfolgte durch die „Organisationsrichtlinie“ der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)²⁵³.

Basierend auf den speziellen Organisationspflichten, wurden seither konkrete organisatorische Vorkehrungen in den Investmentbanken etabliert, die für die Einhaltung der Regeln im Allgemeinen und für einen angemessenen Umgang mit konkreten Interessenkonfliktkonstellationen im Zusammenhang mit Research im Speziellen sorgen sollen. Auf diese Verfahren wird im Verlauf der Arbeit ausführlich eingegangen.

3.8 Verbote

Verbote, ob gesetzlich, berufsständisch oder auf Unternehmensebene verfügt, stellen die konkretesten Einschränkungen für Analysten und Investmentbanker dar. Mit diesen Verboten werden unerwünschte Handlungen oder Zustände ausdrücklich untersagt. Man denke z. B. an das Verbot für Analysten, in die Aktien zu investieren, die sie selbst analysieren.

²⁵¹ Einen guten Überblick bietet u. a. Spindler 2001

²⁵² Vgl. u. a. Fischer 2001, S. 4397 ff., vgl. auch Spindler 2001, S. 186 ff.

²⁵³ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil IV1.4.3 und Teil V2.5.6.3

Teil IV Die Situation der Finanzanalysten in Investmentbanken vor dem Aktiencrash im Jahr 2000

1 Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für Finanzanalysten

In diesem Abschnitt werden die für Investmentbanken bis zum Jahr 2000 bei der Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen wesentlichen rechtlichen und regulatorischen Bedingungen im Überblick vorgestellt²⁵⁴. Alle Aussagen beziehen sich auf diesen Zeitraum, andernfalls wird ausdrücklich darauf hingewiesen.

Die Untersuchung der allgemeinen Vorschriften zum Umgang mit Interessenkonflikten, insbesondere der Vorschriften zu den Verhaltensregeln und zu den Organisationspflichten für Investmentbanken, zeigt, dass auf nationaler Ebene sowohl in den USA als auch in der Bundesrepublik sowie auf europäischer Ebene bereits seit Jahren ein Regelungskonzept für diese zwei Themenkomplexe existierte. Andererseits fällt aber auch auf, dass es vor 2001 insbesondere in Deutschland wenig konkrete Vorschriften für den Umgang mit Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Erstellung und Verbreitung von Research gab²⁵⁵.

1.1 Globale Researchstandards

Bis ins Jahr 2003 hinein gab es auf globaler Ebene keine einheitlichen Standards für den Umgang mit Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Erstellung von Research. Weder die IOSCO²⁵⁶ noch andere globale Institutionen hatten dieses Thema bis zum Platzen der Spekulationsblase aufgegriffen und Standards formuliert.

²⁵⁴ Für eine ausführliche rechtliche Darstellung und Würdigung der Verhaltens- und Organisationsregeln für Wertpapierdienstleister und -analysten bei der Wertpapieranalyse in den USA, auf europäischer Ebene und in der Bundesrepublik bis zum Jahr 2000 wird auf Göres 2004 verwiesen.

²⁵⁵ Eine Ausnahme bilden die bereits am 1. Juli 1999 veröffentlichten DVFA-Researchstandards für den Neuen Markt.

²⁵⁶ International Organization of Securities Commissions, www.iosco.org

1.2 USA

Die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) fungiert in den USA als die wichtigste Aufsichtsbehörde für den US-amerikanischen Wertpapiermarkt²⁵⁷. Dabei ist sie im Rahmen ihres Mandates sowohl für das Verfassen von Regeln als auch für deren Durchsetzung (Enforcement) verantwortlich. Bei der Durchführung ihrer Aufgaben arbeitet die SEC mit den so genannten Self Regulatory Organizations (SROs), insbesondere der National Association of Securities Dealers (NASD) und der New York Stock Exchange (NYSE), zusammen. Die SEC muss die Regeln der SROs bestätigen, bevor diese wirksam werden können.

In den USA existierten bereits vor den Analystenskandalen der Jahre 2001 und 2002 spezielle Vorschriften in Bezug auf die Erstellung und Verbreitung von Research und den Umgang mit Interessenkonflikten²⁵⁸.

1.2.1 Regeln zum Angebot von Wertpapieren

Der Securities Act von 1933 regelt den Verkauf von Wertpapieren in den USA²⁵⁹. Dort wird u. a. vorgeschrieben, dass Wertpapiere nur mittels eines Prospektes angeboten und verkauft werden können, der vorher bei der SEC registriert werden muss, es sei denn, gewisse Ausnahmeregelungen finden Anwendung. Die Begriffe Prospekt und Angebot sind dabei recht weit gefasst. Daher besteht die Gefahr, dass i) Researchstudien als öffentliches Angebot gewertet werden können, ii) ein Verstoß gegen die Marktregeln bei Emissionen (Regulation M) erfolgt und iii) der Vorwurf der Marktpflege erhoben wird²⁶⁰. Dies kann erhebliche aufsichts- und zivilrechtliche Folgen für die researchverteilenden Banken haben²⁶¹.

Die US-amerikanischen Vorschriften verbieten letztlich aufgrund der möglichen Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der

²⁵⁷ Vgl. einführend u. a. Berman 1998, S. 4 ff. Die SEC wurde 1934 durch den Kongress gemäß Exchange Act § 4 von 1934 konstituiert.

²⁵⁸ Ausführlich bei Göres 2004, S. 103-180. Es werden sowohl die bereits existierenden als auch die neuen Regeln beschrieben.

²⁵⁹ Vgl. bspw. Quinn / Epes, in: Berman 1998, S. 11 ff.

²⁶⁰ Vgl. ebenda, S. 42 ff.

Researchverbreitung²⁶² und dem öffentlichen Angebot von Wertpapieren daher für einen Zeitraum um das Angebot die Verbreitung von Research daher völlig (sog. Black out periods)²⁶³.

Um der Bedeutung von Research für die Investoren Rechnung zu tragen, hält der U.S. Securities Act jedoch so genannte Safe-Harbor-Regeln bereit, die es an einer Platzierung teilnehmenden Investmentbanken gestattet, Research im Vorfeld der Platzierung zu verteilen, allerdings unter Auflagen²⁶⁴.

1.2.2 Anti Fraud Provision, Insiderregeln, Chinese Walls

Vor dem Jahr 2000 gab es in den USA nur vereinzelte Regeln, die Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Analysten adressierten. Die SEC musste sich ausschließlich auf die Securities-Act-Regeln gegen Betrug (Anti Fraud Provision) und Insiderhandel (sec. 15(f) des Security Act²⁶⁵) sowie auf die SEC-Regel Rule 10b-5 verlassen, um irreführende Analyseempfehlungen und andere aus Interessenkonflikten resultierende Vergehen zu verfolgen.

Allerdings gab es bereits seit den 80er Jahren detaillierte Vorgaben der SEC zu notwendigen Vorkehrungen der Broker Dealer zur Kontrolle des Informationsflusses von Insiderinformationen (Chinese Walls) und damit zur Kontrolle von Insiderhandel und Interessenkonflikten²⁶⁶. Die Wirksamkeit der Chinese Walls bei US-amerikanischen Broker Dealern wurde u. a. in 1987 und 1990 durch die SEC untersucht²⁶⁷. Im Rahmen dieser Untersuchung werden die Gefahren der Kommunikation von Investmentbankern mit Analysten sowie der möglichen Konflikte bei der Veröffentlichung von Research wie auch die zur Gefahrenbegrenzung teilweise eingesetzten Wall-

²⁶¹ Vgl. ebenda, S. 42 ff.

²⁶² Siehe auch die eigenen Ausführungen in Teil III.2.4.3 für eine ausführliche Beschreibung der potenziellen Konflikte

²⁶³ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 139

²⁶⁴ Vgl. U.S. Securities Act Rules 137, 138, 139, Vgl. u. a. Quinn / Epes, in: Berman 1998, S. 42 ff., vgl. auch Göres 2004, S. 139, vgl. auch Strauch 2005, § 10, Rd. Nr. 71

²⁶⁵ Diese Sektion wurde 1988 durch den „Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA)“ in den Securities Act von 1934 eingefügt und diente primär der Verhinderung, Abschreckung und Sanktionierung von Insiderhandel.

²⁶⁶ Vgl. SEC Rule 14e-3, Para. B. Diese Safe Harbor-Regelung beschreibt die Voraussetzungen (z. B. das Vorhalten von Richtlinien und Verfahren), unter welchen in Broker-Dealern anfallendes Insiderwissen nicht allen Mitarbeitern zugerechnet wird.

Crossing-²⁶⁸ und Research-Clearing-²⁶⁹-Verfahren beschrieben²⁷⁰. Darüber hinaus werden durch die SEC die Watch and Restricted List als „Minimum Standards“ bei der Überwachung der Wirksamkeit von Chinese Walls genannt²⁷¹.

Daneben gab es bereits Researchoffenlegungspflichten, verankert in den Regeln der NASD (Rule 2210) und der NYSE (Rule 472). Jedoch deckten diese einige wesentliche Aspekte nicht ab²⁷². Ferner forderte bereits Section 17(b)²⁷³ des Securities Act die Offenlegung von Zahlungen für die Erstellung von Wertpapierresearch durch die erstellenden Investmentbanken. Auf Grundlage dieser Norm reglementierte die SEC im August 2004 sieben Investmentbanken und verhängte eine Strafe von 3,65 Mio. Dollar²⁷⁴.

1.2.3 Marktmanipulation

Das Verbot der Marktmanipulation ist im Exchange Act von 1934 geregelt²⁷⁵. Darüber hinaus existieren Regeln der SEC zu diesem Themengebiet, z. B. die Regulation M. Diese Regeln sollen die Anleger schützen und einen fairen, effizienten und funktionierenden Markt fördern, in dem die Preise aus dem freien Spiel des Angebots und der Nachfrage entstehen. Insoweit sind die Regeln auch auf Research anwendbar.

²⁶⁷ Vgl. SEC 1990, S. 4 ff.

²⁶⁸ Vgl. SEC 1990, S. 10 f.

²⁶⁹ Vgl. SEC 1990, S. 13 f.

²⁷⁰ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil IV4.4.2 und in Teil IV4.7.2

²⁷¹ Vgl. SEC 1990, S. 20 ff. Die Anforderungen lassen sich bereits auf die Sec. 15(f) des Securities Act und die NYSE Rules 342 und 351 zurückführen.

²⁷² Vgl. überblicksartig Göres 2004, S. 121

²⁷³ Section 17 (b) Securities Act: „Use of interstate commerce for purpose of offering for sale: It shall be unlawful for any person, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, to publish, give publicity to, or circulate any notice, circular, advertisement, newspaper, article, letter, investment service, or communication which, though not purporting to offer a security for sale, describes such security for a consideration received or to be received, directly or indirectly, from an issuer, underwriter, or dealer, without fully disclosing the receipt, whether past or prospective, of such consideration and the amount thereof.“

²⁷⁴ Vgl. www.insurancejournal.com/news/east/2004/08/27/45353.htm: „SEC Fines Seven Regional Securities Brokers“, 27.08.2004

²⁷⁵ Vgl. Whitman / Sharp / Berman, in: Berman 1998, S. 128 ff.

1.2.4 Regulation FD

Ende 2001 verabschiedete die SEC die so genannte Regulation FD (Fair Disclosure)²⁷⁶. Diese verpflichtet – vereinfacht gesprochen – Emittenten, die absichtlich oder unabsichtlich einem begrenzten Kreis von Personen, z. B. einem Analysten, nichtöffentliche, erhebliche kursrelevante Informationen haben zukommen lassen, diese Informationen unverzüglich der Öffentlichkeit mitzuteilen. Dies war z. B. im Gegensatz zur Bundesrepublik²⁷⁷ in den USA zuvor nicht klar geregelt.

Darüber hinaus sind die Berufsstandards der AIMR (2005 umfirmiert in CFA Institute) erwähnenswert. Diese wurden erstmals 1982 veröffentlicht und sind inzwischen in der 8. Auflage erschienen. Sie behandelten bereits frühzeitig vor dem Jahr 2000 sehr detailliert die Verhaltensstandards für Investmentmanager und Analysten²⁷⁸.

1.3 Europäische Union

Auf EU-Ebene regelt die so genannte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie²⁷⁹ (WpDRiL) aus dem Jahr 1993 wesentliche kapitalmarktrechtliche Fragen im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen. So wurden dort u. a. Vorgaben zur Erbringung und Überwachung von Finanzdienstleistungen innerhalb der EU sowie Verhaltens- und Organisationspflichten für Finanzdienstleister festgelegt. Artikel 11 der Richtlinie verpflichtet Wertpapierdienstleister u. a., die Interessen ihrer Kunden zu wahren und sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen. Artikel 10 WpDRiL fordert von den Wertpapierdienstleistern, organisatorische Maßnahmen zu treffen, die geeignet sind, Interessenkonflikte zu vermeiden bzw. unvermeidbare Konflikte im Interesse der Kunden zu lösen.

²⁷⁶ Vgl. SEC: „Fair Disclosure, Regulation FD“, <http://www.sec.gov/answers/regfd.htm>

²⁷⁷ In Deutschland war bereits mit dem WpHG 1994 die unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen verboten worden. Ferner wurde mit den Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität die Grundlage für eine faire Information des gesamten Kapitalmarktes geschaffen. Vgl. u. a. Assmann / Cramer 2003, § 14 WpHG, S. 299, Rd. Nr. 1, zur Historie und zur unbefugten Weitergabe S. 319, Rd. Nr. 39 ff., und Kümpel / Assmann 2003, § 15 WpHG, S. 387, Rd. Nr. 8 f., zur Historie der Ad-hoc-Publizität

²⁷⁸ Vgl. AIMR 1999

Als weitere wichtige europäische Richtlinie ist die EG-Insiderrichtlinie²⁸⁰ von 1989 zu nennen. Diese regelt Fragen des Insiderrechts und der Marktmanipulation.

Die EU-Richtlinien erlangen allerdings nicht direkt Wirksamkeit in den einzelnen Mitgliedsstaaten, sondern müssen durch die einzelnen nationalen Gesetzgeber in nationales Recht umgesetzt werden. Dies führte in der Vergangenheit fast zwangsläufig zu unterschiedlichen lokalen Umsetzungen mit dem Ergebnis einer nur teilweise harmonisierten Kapitalmarktregulierung in Europa.

Die Fragmentierung und unterschiedliche europäische Regulierungen weiter zu harmonisieren ist Ziel des 1999 beschlossenen Aktionsplans zur Umsetzung des Finanzrahmens²⁸¹. Zur Umsetzung des Aktionsplanes wurde im Jahr 2000 durch den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (Ecofin) der „Ausschuss der Weisen“ ins Leben gerufen. Dessen Aufgabe war es, regulatorische Hemmnisse bei der Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarktes in der EU zu identifizieren. Der von Baron Lamfalussy geleitete Ausschuss unterbreitete der Kommission im Februar 2001 Vorschläge für ein neues Verfahren der europäischen Regulierung. Das Verfahren sollte für ein hohes Maß an Transparenz und Konsultation mit den Kapitalmarktakteuren sorgen. Der auch als „Lamfalussy-Verfahren“ bezeichnete Regelungssetzungsprozess sieht die folgenden vier Stufen vor²⁸²:

²⁷⁹ Richtlinie 93/22/EWG des Rates der EG vom 10.05.1993 über Wertpapierdienstleistungen

²⁸⁰ Richtlinie 89/592/EWG des Rates der EG vom 13.11.1989 zur Koordination der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte in ABl. EG Nr. L 334, S. 30

²⁸¹ Vgl. Mitteilung der Kommission: „Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“, KOM 232/1999, 11.05.1999, http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/index/actionde.pdf

²⁸² Eine ausführlichere Beschreibung des Lamfalussy-Verfahrens bietet u. a. Speyer, B., in: „Reform der EU-Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen: Zwischenbericht“, EU-Monitor Nr. 4 des Deutsche Bank Research, www.deutschebank.com (August 2003)

Tabelle 6 – Stufen des Lamfalussy-Verfahrens

Stufe	Maßnahmen
Stufe 1	Erlassung einer Rahmenrichtlinie (High Level Principles) durch das Europäische Parlament und den Ministerrat, wobei die Umsetzung der in Stufe 1 verabschiedeten Maßnahmen in nationales Recht innerhalb von 18 Monaten zu erfolgen hat
Stufe 2	Komitologie-Verfahren ²⁸³ – Erstellung von Ausgestaltungsvorschriften durch die Europäische Kommission mit Zustimmung des Europäischen Wertpapierausschusses und unter Beratung durch das CESR, den Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden
Stufe 3	Richtlinienkonforme Umsetzung in nationales Recht durch die Mitgliedsstaaten
Stufe 4	Überprüfung der Anwendung der Vorschriften durch die Kommission

Die in Abschnitt Teil V2.3.2 vorgestellte Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation) war die erste nach dem neuen Prozess umgesetzte EU-Richtlinie.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass es bis zum Jahr 2000 keine speziellen Vorschriften für die Erstellung und Verbreitung von Research auf EU-Ebene gab.

1.4 Bundesrepublik

Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz 1994 das deutsche Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geschaffen und damit eine Reihe von europäischen Richtlinien in deutsches Recht umgesetzt²⁸⁴. Die für unsere Belange wichtigsten Vorschriften des WpHG a. F.²⁸⁵ sowie ggf. darüber hinausgehende Regeln der Aufsichtsbehörden oder anderer für die Regulierung von Analysten bedeutsamer Institutionen bis zum Jahr 2000 werden im Folgenden kurz skizziert.

²⁸³ Vgl. Beschluss des Rates 1999/468/EG vom 28.06.1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse

²⁸⁴ Vgl. Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 51, Rd. Nr. 1

²⁸⁵ WpHG i. d. F. vom 09.09.1998, vgl. BGBl. I 1998, S. 2708, genauer zur Geschichte des WpHG Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 51 ff.

1.4.1 Insiderregeln und Marktmanipulation

Die Definition einer Insidertatsache – nichtöffentliche, erheblich kursrelevante Information, die sich auf einen Emittenten oder dessen Insiderpapiere bezieht – ist in § 13 WpHG a. F., das Insiderverbot – das Empfehlungsverbot, das Ausnutzungsverbot und das Verbot der unbefugten Weitergabe – in § 14 WpHG a. F. sowie die strafrechtlichen Konsequenzen in § 38 WpHG a. F. geregelt²⁸⁶.

Die Insidervorschriften haben erhebliche Relevanz für die Tätigkeit der Analysten. So stellt § 13 Abs. 2 WpHG a. F. klar, dass Bewertungen – und somit auch Researchstudien –, die ausschließlich aufgrund öffentlich bekannter Informationen erstellt werden, keine Insidertatsachen darstellen²⁸⁷. Nichtsdestotrotz kann die Kenntnis über die anstehende Veröffentlichung einer Researchstudie eine Insidertatsache darstellen und durch das sog. Front Running von Research ausgenutzt werden²⁸⁸.

Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (kurz Marktmanipulation) war bis 2002 im Börsengesetz a. F.²⁸⁹ geregelt und ebenfalls als Straftat ausgestaltet. Allerdings kam es aufgrund der hohen Beweishürden praktisch zu keiner Anwendung dieser Vorschrift²⁹⁰.

1.4.2 Wohlverhaltensregeln

Der deutsche Gesetzgeber hat zur Umsetzung des Art. 11 der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (WpDRiL) in das WpHG a. F. die sog. Wohlverhaltensregeln durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetzes 1994 eingeführt²⁹¹. Die Verhaltenspflichten zielen sowohl auf den Schutz funktionierender Wertpapiermärkte als auch auf den Schutz der Anleger ab²⁹². Dabei lassen sich die Wohlverhaltensregeln in die allgemeinen und in die

²⁸⁶ Vgl. Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 206 ff.

²⁸⁷ Vgl. Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 296, Rd. Nr. 74

²⁸⁸ Siehe auch Teil III2.1.1, Teil III2.2.2, Teil III2.3.1, Teil III2.3.2 und Teil IV4.4.3 in Verbindung mit Assmann / Schneider 2003, S. 296 f., Rd. Nr. 75-76

²⁸⁹ Der § 88 BörsG a. F. wurde zum letzten Mal im Jahr 1986 geändert. In 2002 wurde § 88 BörsG durch die neuen Vorschriften im WpHG abgelöst. Vgl. Assmann / Schneider 2003, S. 579 ff., Rd. Nr. 2

²⁹⁰ Vgl. bspw. Vogel, in: Assmann / Schneider 2003, S. 581, Rd. Nr. 3

²⁹¹ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 908 ff., Rd. Nr. 6-7

²⁹² Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 916 ff., Rd. Nr. 8-18

besonderen unterteilen. Erstere sind in § 31 WpHG, Letztere in § 32 WpHG geregelt.

Die allgemeinen Verhaltensregeln legen im Wesentlichen die i) Sorgfaltspflichten, ii) Interessenwahrungspflichten und iii) Informationspflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Erbringung ihrer Wertpapierdienstleistungen und -nebendienstleistungen fest²⁹³. Allerdings waren die Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen aufsichtsrechtlich bis zum Jahr 2000 nicht als Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen eingestuft und daher fanden die gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Verhaltensregeln keine unmittelbare Anwendung auf die Erstellung und Verbreitung von Research²⁹⁴. Allerdings können die Verhaltenspflichten auf Research einwirken, sofern das Research als Bestandteil einer Wertpapierdienstleistung, z. B. bei der Anlageberatung, zur Anwendung kommt²⁹⁵.

Festzuhalten bleibt, dass der deutsche Gesetzgeber die abstrakte Hinnahme von Interessenkonflikten im Universalbankensystem grundsätzlich vorsieht, jedoch die Wertpapierdienstleister verpflichtet, die Konflikte möglichst gering zu halten (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) bzw. bei Unvermeidbarkeit die Interessenkonflikte unter Wahrung der Kundeninteressen zu lösen (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)²⁹⁶.

1.4.2.1 DVFA-Standesrichtlinien

Eine der wenigen speziellen Normen für das Verhalten von Analysten bei der Erstellung und Verbreitung von Research bildeten die berufsständischen Regeln der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA). Die DVFA hat bereits im Jahre 1995 Standesrichtlinien veröffentlicht²⁹⁷. Die Richtlinien sind von allen Mitgliedern der DVFA – also Finanzanalysten, Portfoliomanager und Anlageberater – bei der Ausübung

²⁹³ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 933 ff., Rd. Nr. 1-143

²⁹⁴ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 206 ff.

²⁹⁵ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 209

²⁹⁶ Vgl. Kohler, in Assmann / Schneider 2003, S. 948 ff., Rd. Nr. 30-34

²⁹⁷ Vgl. DVFA 1995, www.DVFA.de/pdf/jb_95.pdf

ihrer beruflichen Tätigkeit zu beachten²⁹⁸. So fordert die Standesrichtlinie u. a. explizit, dass die Analysten

- (1) ihren Beruf unabhängig, integer und in ethisch einwandfreier Weise ausüben,
- (2) Research solide und objektiv betreiben,
- (3) realistische Vorstellungen über Kursentwicklungen äußern,
- (4) kein Front Running betreiben und
- (5) Eigengeschäfte der Analysten grundsätzlich zulässig sind, aber erst nach Herstellung der Öffentlichkeit über eine Researchstudie

Zu einem der wesentlichen Interessenkonflikte, dem Analysten in den Banken ausgesetzt sein können, der Beziehungen der Analysten zum Investmentbanking, finden sich in dem Standard erste allgemeine Vorgaben²⁹⁹. Zur Bezahlung der Analysten, zum Informationsaustausch mit Investmentbankern und zur Teilnahme an Investmentbankingmandaten gab es allerdings noch keine Vorgaben.

1.4.2.2 DVFA-Standards für Researchberichte am Neuen Markt

Im Juni 1999 veröffentlichte die DVFA Standards für Researchberichte am Neuen Markt³⁰⁰. Die Standards verfolgen im Wesentlichen zwei Ziele. Einerseits sollen die Anleger vor intransparenten Bewertungsmodellen geschützt werden. Zum anderen sollen mögliche Interessenkonflikte des Analysten aus wirtschaftlichen Verbindungen zu dem analysierten Unternehmen offen gelegt werden³⁰¹.

Die Standards konstatieren eine hohe Modellunsicherheit bei der Bewertung innovativer Wachstumsunternehmen. Daher fordert der Standard, die notwendige Transparenz bei der Wertermittlung und der zugrunde liegenden Prämissen der Bewertungsmodelle herzustellen. So soll der Anleger in die Lage versetzt werden, eine fundierte Anlageentscheidung treffen zu können.

²⁹⁸ Vgl. u. a. Loistl / Petrag 2002, S. 82 f.

²⁹⁹ Vgl. DVFA 1995, § 2a und § 4a, zur Unabhängigkeit in den Banken

³⁰⁰ Vgl. DVFA 1999

³⁰¹ Vgl. DVFA 1999, Vorwort, S. 1

Gleichzeitig ist in jeder Studie kenntlich zu machen, ob eine wirtschaftliche Verbindung zum bewerteten Unternehmen besteht und wie diese aussieht. Als Regelbeispiele werden bereits zum damaligen Zeitpunkt genannt³⁰²:

- (1) die Mitgliedschaft im Platzierungskonsortium bei der Börseneinführung des Unternehmens
- (2) eine gesellschaftsrechtliche Verflechtung mit einem Mitglied des Konsortiums bei einer Börseneinführung
- (3) die Eigenschaft als Betreuer im Neuen Markt für das bewertete Unternehmen

1.4.2.3 Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs

In Anlehnung an das BGH-Bondurteil zur anleger- und anlagegerechten Anlageberatung³⁰³ und an bereits existente Standards in den USA wurden in Deutschland in den neunziger Jahren allgemeine Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs etabliert³⁰⁴. Diese werden im Folgenden kurz dargestellt.

Tabelle 7 – Grundsätze ordnungsmäßigen Finanzresearchs

Grundsatz	Inhalt
Grundsatz der Objektivität	Eine Researchstudie darf nur auf fundierter Basis erstellt und verbreitet werden, Prognosen sind als solche klar kenntlich zu machen, und es dürfen keine Anlageerfolge zugesichert werden.
Grundsatz der Richtigkeit und Vollständigkeit	Eine Researchstudie ist sorgfältig, wahrheitsgemäß und vollständig zu erstellen, wesentliche Informationen dürfen nicht bewusst verschwiegen werden, auf fehlende Informationen und sich daraus ergebende Risiken bei der Bewertung ist hinzuweisen.
Grundsatz der Eindeutigkeit	Researchstudien müssen so abgefasst werden, dass keine Fehlinterpretationen möglich sind. Dies beinhaltet ggf. auch die Verwendung von eindeutigen Empfehlungssystemen sowie die Angabe eines Erstellungsdatums der Researchstudie.
Grundsatz der Klarheit der Darstellung	Die Darstellung von Researchstudien hat klar und übersichtlich zu erfolgen.
Grundsatz der Originalität	Die Inhalte von Researchstudien sollten grundsätzlich originär und geistiges Eigentum des deutlich zu kennzeichnenden Erstellers sein. Sofern Informationen aus anderen Quellen übernommen werden, ist dies kenntlich zu machen. Der Analyst muss sich vergewissern, dass die Quellen zuverlässig, richtig und vollständig sind, bzw., wenn er dies nicht kann, entsprechend darauf hinweisen. Schließlich ist

³⁰² Vgl. DVFA 1999, Abschnitt 1.1

³⁰³ Richtungsweisend ist hier das sog. Bondurteil des BGH aus dem Jahr 1993. Vgl. BGH, Urteil v. 06.07.1993 – XI ZR 12/93

³⁰⁴ Vgl. u. a. Eisele 2001, S. 3449, § 109, Rd. Nr. 39 ff., vgl. Merk 2002, S. F130 f.

Grundsatz	Inhalt
	sicherzustellen, dass Quellenübernahmen urheberrechtlich zulässig sind.

Quelle: Eisele 2001

Diese Standards können noch heute zu Recht als „Kernstandards“ für die Erstellung von Researchreports angesehen werden und haben entsprechenden Eingang in die neueren Regelungsvorgaben (z. B. die FinAnV) gefunden.

1.4.3 Organisationspflichten

Zeitgleich mit der Einführung der Wohlverhaltenspflichten 1994 wurde durch den deutschen Gesetzgeber der Art. 10 der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in das WpHG a. F., die sog. Organisationspflichten mit § 33 WpHG a. F. eingeführt³⁰⁵. Darin fordert der deutsche Gesetzgeber von Wertpapierdienstleistern, eine Organisation vorzuhalten, die geeignet ist, Interessenkonflikte möglichst gering zu halten (§ 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)³⁰⁶. § 33 Abs. 1 Nr. 3 verlangt, dass Wertpapierdienstleister über angemessene interne Kontrollverfahren verfügen, die die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen des WpHG überwachen³⁰⁷.

Die BaFin (vormals BaWe) hat zur Konkretisierung der Organisationspflichten 1999 eine Richtlinie, die sog. Organisationsrichtlinie, erlassen³⁰⁸. Darin wird deutlich, dass die organisatorischen Vorkehrungen, die die Banken zu treffen haben, ganz erheblich von der Größe, Struktur und Geschäftstätigkeit der Banken abhängen³⁰⁹. Als geeignete Maßnahmen und Instrumente zum regelgerechten Umgang mit Interessenkonflikten werden

- i) Schulungen und Arbeitsanweisungen (§ 2.2),
- ii) die Bildung von Vertraulichkeitsbereichen, sog. Chinese Walls (§ 3.3.1),

³⁰⁵ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 908 ff., Rd. Nr. 6-7

³⁰⁶ Vgl. Koller, ebenda, S. 1054 f., Rd. Nr. 14

³⁰⁷ Vgl. Eisele 2001, S. 3453, § 109, Rd. Nr. 49 ff. Vgl. auch Lösler 2003 für eine ausführliche rechtliche Würdigung der Organisationspflichten in deutschen Unternehmen und Konzernen

³⁰⁸ Vgl. BaFin 1999

³⁰⁹ Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 2.1

- iii) die kontrollierte Informationsweitergabe innerhalb des Unternehmens, sog. Wall Crossing (§ 3.3.2),
- iv) das Führen einer Verbotsliste, sog. Restricted List, und einer Beobachtungsliste, sog. Watch List (§ 3.3.2), und
- v) die Einrichtung einer unabhängigen Compliance-Stelle mit den entsprechenden Kompetenzen zur Überwachung der Einhaltung der Vorschriften (§ 4)

genannt³¹⁰.

Die BaFin nennt in ihrer Richtlinie u. a. das Unterhalten eines eigenen Analyse-/Researchbereichs als ein besonderes Merkmal, das i. d. R. auf das Vorliegen sog. compliance-relevanter Informationen hinweist, und sieht die oben genannten Maßnahmen und Instrumente zur Erfassung und Überwachung als geeignet an³¹¹.

2 Die Aufgabe der Researchabteilung in den Investmentbanken

Untersucht man die Funktion der Finanzanalysten in Investmentbanken vor dem Aktiencrash im Jahre 2000, lassen sich zwei grundlegend verschiedene Phasen identifizieren. In der ersten Phase, deren Dauer man von Anfang der 60er Jahre bis Ende der 80er Jahre ansiedeln kann, nahmen Finanzanalysten im Wesentlichen eine analytische Unterstützungsfunktion für die M&A-, Emissions-, Handels- und Sales- und Asset-Management-Bereiche der Investmentbanken ein. Mit dem Aktiencrash vom Oktober 1987 kam es zu einem Paradigmenwechsel, es begann die zweite Phase der Analystenfunktion in den Investmentbanken³¹². Sie dauerte etwa bis zum Aktiencrash im Frühjahr/Sommer 2000 an. In der zweiten Phase nahmen die Analysten zunehmend eine verkaufsunterstützende, ja zum Teil eine

³¹⁰ Für ausführliche Ausführungen zur Rolle der Compliance-Abteilung siehe Teil IV4.7 und Teil V5.8. Vgl. auch Koller, ebenda, S. 1062 f., Rd. Nr. 31-32

³¹¹ Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.1., § 3.3

³¹² Vgl. Kiehling 2000, S. 162 ff., für eine Darstellung der Umstände des Aktiencrashes in 1987

Marketingfunktion für das Investmentbanking ein. Beide Phasen werden im Folgenden näher vorgestellt.

2.1 Research in den 70er und 80er Jahren

Den Beginn der modernen Wertpapieranalyse markiert Benjamin Grahams und David Dodds Klassiker „Securities Analysis“ aus dem Jahre 1934³¹³. Das Buch entstand unter dem Eindruck des Aktienmarktcrashs von 1929. Verfasst wurde es mit dem Ziel, Investoren eine fundiertere Grundlage bei ihren Anlageentscheidungen unter Ausnutzung bekannter Informationen zu bieten.

Die Gründung der Firma Donaldson, Lufkin & Jenrette 1959 kann als Beginn der modernen Wertpapieranalyse an der Wall Street gelten. Donaldson, Lufkin & Jenrette führten erstmals fundamentale Wertpapieranalysen als integralen Bestandteil ihrer Anlageempfehlungen ein. Damit hatte die Wertpapieranalyse den endgültigen Sprung vom akademischen Terrain in die praktische Finanzwelt geschafft.

Ende der 60er, Anfang der 70er Jahre bildeten sich Wertpapieranalysten als eigenständige Berufsgruppe in nennenswertem Umfang heraus. Dieser Entwicklung lagen im Wesentlichen zwei Faktoren zugrunde. Zum einen hatte sich bei den Wertpapierhäusern (Brokern) ein zunehmender Bedarf herauskristallisiert, den eigenen Wertpapierkunden fundierte Empfehlungen anbieten zu können, um sich so positiv von den Wettbewerbern abzuheben. Zweitens stellte die Wirtschaftswissenschaft mittlerweile praktisch anwendbare Analysemethoden – wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) – zur Verfügung³¹⁴. Im Ergebnis spezialisierten sich einzelne Mitarbeiter in den größeren Wertpapierhäusern in der Folge und arbeiteten fortan als Analysten. Zielsetzung war unbeeinflusstes, objektives internes Research von guter Qualität, erstellt von spezialisierten Analysten mit dem Ziel, zusätzliche Kundenaufträge für das Wertpapiergeschäft zu generieren und damit letztlich das Kommissionsergebnis der Banken aus dem Trading-

³¹³ Vgl. Graham / Dodd 1934

³¹⁴ Vgl. Achleitner 2002, S. 123 ff.

und Salesgeschäft zu erhöhen. Die Analysten waren eine den Handelsbereichen zugeordnete und durch diese bezahlte Back-Office-Funktion. Öffentliche Auftritte von Analysten waren in dieser Zeit nicht üblich.

2.2 Research in den 90er Jahren

Der Aktiencrash von 1987 führte nicht nur zu einem erheblichen Rückgang der Aktienkurse, sondern in der Folge auch zu verstärktem Wettbewerb unter den Brokern um Kundenaufträge, was zunächst zu einem signifikanten Einbruch der erzielten Gebühren aus dem Wertpapiergeschäft führte. Andererseits kam im Laufe der 90er Jahre dem Geschäft mit der Platzierung von Aktien und Anleihen für die Investmentbanken nach dem Börsencrash weiter steigende Bedeutung zu. Zudem hatte sich bereits Mitte der 80er Jahre die Bedeutung anderer Investmentbankingdienstleistungen wie z. B. des M&A- und des Structured- Finance-Geschäfts für Investmentbanken deutlich erhöht³¹⁵. Gleichzeitig entwickelten sich neue technologiegetriebene (z. B. das Internet) Unternehmen, für deren Bewertung neue, scheinbar rationale Bewertungsmethoden durch die Analysten entwickelt und eingesetzt wurden.

Mit dieser Entwicklung änderte sich aber auch die Aufgabe der Analysten in Investmentbanken³¹⁶. Die Analysten wurden in den 90er Jahren von Back-Office-Mitarbeitern zu Mitarbeitern, deren Aufgabe darin bestand, Transaktionen zu vermarkten. Die Erstellung von Researchstudien war vielfach zu einem impliziten Vertragsbestandteil bei Emissionsgeschäften der Banken geworden, oftmals mit der Folge zu optimistischer Empfehlungen³¹⁷.

Darüber hinaus führte die verstärkte Ausrichtung der Investmentbanken auf das Emissions- und das M&A-Geschäft auch zu einer engeren Zusammenarbeit der Analysten mit Investmentbankern außerhalb der eigentlichen Tätigkeit der Analysten. Die Spezialistenkenntnisse der

³¹⁵ Vgl. ebenda, S. 129 ff.

³¹⁶ Vgl. Trotha, Ivo von / Mende, Arnaud: „Gewinner der Banking-Evolution sind Analysten - Gehälter der Equity-Analysten explodieren - Im Vergleich bleiben Fixed-Income-Researcher zurück“, in: Börsen-Zeitung, 23.01.1998

³¹⁷ Vgl. Michaely / Womack 1999, S. 653-686. Den Ergebnissen von Michaely und Womack zufolge gaben Investmentbanken systematisch zu positive Empfehlungen ab.

Analysten konnten einen wichtigen Beitrag zur Einschätzung des Marktes oder einzelner Sektoren (Branchenkenntnisse) sowie bei der Strukturierung oder zur Bewertung einzelner Transaktionen liefern (Methodenkenntnisse)³¹⁸. So wurden Analysten zunehmend damit beauftragt, mögliche Transaktionsziele zu identifizieren und deren Bewertung zu unterstützen. In extremen Fällen wurden Analysten selbst zu Investmentbankern, die, kräftig die Werbetrommel für neue Emissionen rührend, unmittelbar an den Erlösen der Investmentbankingtransaktionen verdienten und gleichzeitig in öffentlichen Medienauftritten vor einem Millionenpublikum den Eindruck unabhängiger Analysen und Empfehlungen vermittelten³¹⁹.

In Deutschland ging eine Reihe von Banken – so z. B. die Deutsche Bank, die Dresdner Bank und die Commerzbank – zunächst einen anderen Weg in Sachen Research. So gründeten sie Anfang der neunziger Jahre rechtlich selbstständige Tochtergesellschaften, in denen sie ihr volkswirtschaftliches und Wertpapierresearch bündelten. Ziel war es, die Unabhängigkeit der Analysten zu stärken und gleichzeitig neue Kunden für das bis dahin vor allem intern genutzte Research zu gewinnen³²⁰.

Diese Entwicklung wurde aufgrund der oben beschriebenen Trends im Investmentbanking Mitte der neunziger Jahre wieder umgekehrt und die Researchaktivitäten in die Banken integriert.

Das Ende der Phase II zeichnete sich mit dem Einbruch der Aktienmärkte im Sommer 2000 ab und wurde durch die Anfang 2001 beginnenden Untersuchungen der New Yorker Staatsanwaltschaft zum Merrill-Lynch-Fall mit anschließendem Vergleich über 100 Millionen US-Dollar besiegelt³²¹.

³¹⁸ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 775 ff.

³¹⁹ Vgl. z. B. Cole 2002, S. 84 ff.

³²⁰ Die Deutsche Bank gliederte 1992 190 Mitarbeiter in die unabhängige Tochtergesellschaft „Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzanalyse“ aus. Auch die Commerzbank bündelte ihre Researchkapazitäten in ihrer Tochter ZKA, wie auch die Dresdner Bank 90 Researchmitarbeiter in ihre Tochter DIA ausgliederte. Vgl. o. V.: „Bankforscher sollen Analysen und Prognosen zukünftig auch externen Kunden verkaufen“, in: Handelsblatt, 03.04.1992, S. K3

³²¹ Anschuldigungen gegen die Researchpraktiken der Wall Street Broker gab es u. a. in Kongressanhörungen schon seit geraumer Zeit. Der entscheidende Umschwung ist jedoch in dem Vergleich von Merrill Lynch mit einem Kunden über \$ 400.000 im Juli 2001 zu sehen. Der Kunde hatte aufgrund von Empfehlungen von Henry Blodget InfoSpace-Aktien nicht verkauft, sondern vielmehr weiter im Depot behalten. Der Vergleich zog die Aufmerksamkeit des New Yorker Generalstaatsanwaltes Spitzer auf sich, der daraufhin

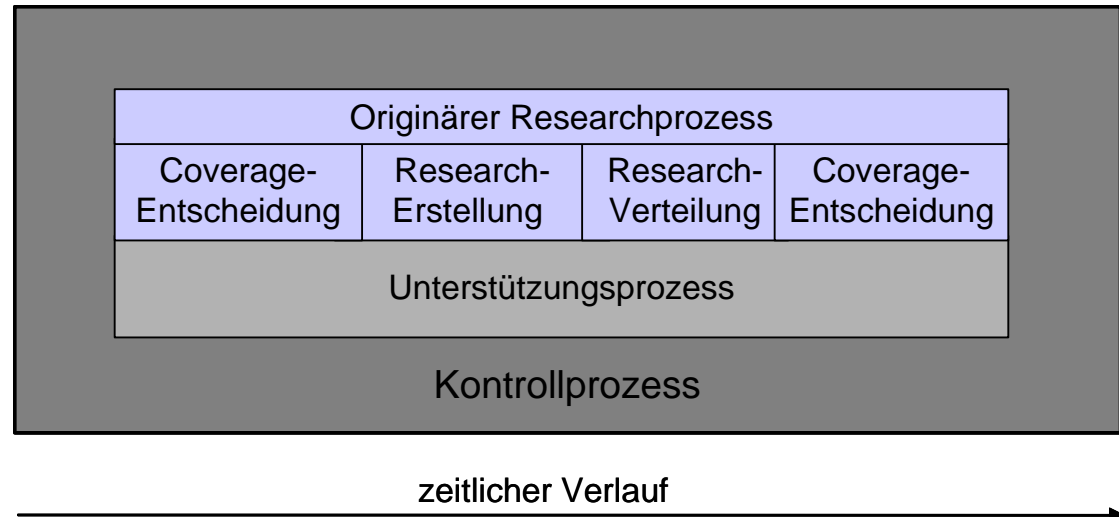
3 Der Prozess der Researcherstellung und -verbreitung

Die Ablauforganisation eines Unternehmens regelt die Reihenfolge und die Verfahren, nach denen die unterschiedlichen Aufgaben innerhalb des Unternehmens erfüllt werden³²². Bei der Researcherstellung und -verbreitung kann man drei Hauptprozesse identifizieren. Dabei handelt es sich um:

- (1) den originären Researchprozess
- (2) den Produktionsunterstützungsprozess
- (3) den Kontrollprozess

Der originäre Researchprozess setzt sich aus der Coverage-Entscheidung, der Researcherstellung und der Researchverbreitung zusammen. Die folgende Abbildung verdeutlicht das Verhältnis der einzelnen Prozesse zueinander.

Abbildung 12 – Hauptprozesse der Researcherstellung und -verbreitung



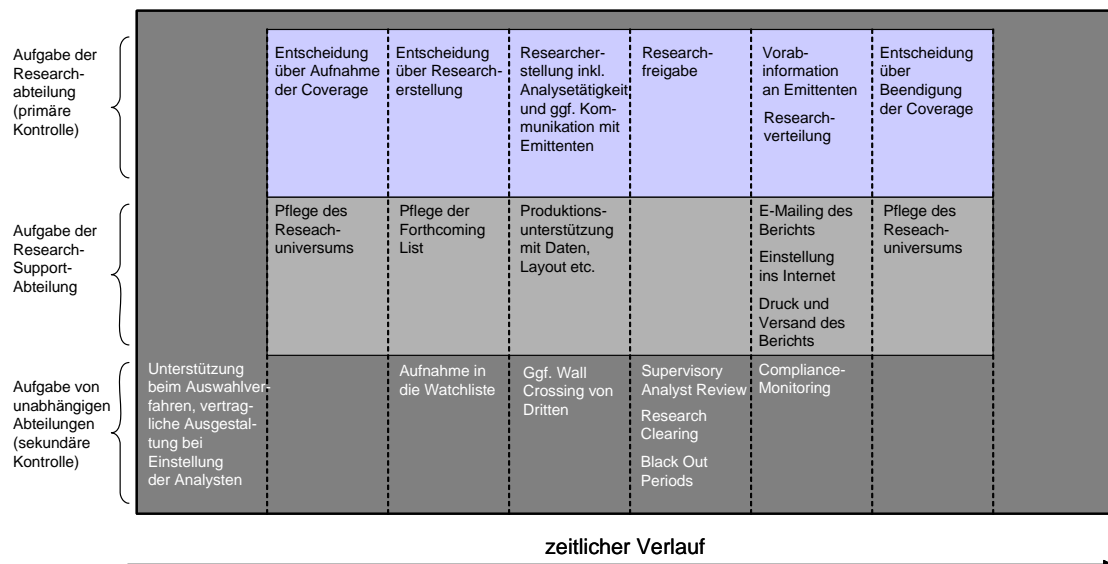
Quelle: Eigene Darstellung

weitergehende Untersuchungen startete. Die Untersuchungen brachten u. a. zutage, dass Henry Blodget InfoSpace intern bereits als „piece of junk“ bezeichnete, jedoch extern weiter an einer Kaufempfehlung festhielt. Die Untersuchung gipfelte in einem Vergleich über \$ 100 Millionen US-Dollar im Mai 2002.

³²² Vgl. bspw. v. Stein, in: v. Stein / Terrahe 1991, S. 585-608

Detailliert man die drei identifizierten Hauptprozesse weiter, erhält man die folgende Darstellung der einzelnen Teilschritte des Researcherstellungs- und Researchverbreitungsprozesses.

Abbildung 13 – Teilprozesse auf den unterschiedlichen Prozessebenen der Researcherstellung und -verbreitung



Quelle: Eigene Darstellung

Die für unsere Betrachtung wichtigen Schritte des Unterstützungsprozesses werden zusammen mit dem originären Researchprozess im Folgenden vorgestellt. Der Kontrollprozess, wie er in Investmentbanken im Wesentlichen bereits vor 2000 etabliert war, wird im Anschluss an den originären Researchprozess in Abschnitt 4 beschrieben.

3.1 Die Entscheidung zur Aufnahme der Researchcoverage

Die Entscheidung, welche Unternehmen bzw. welche Titel grundsätzlich in die Beobachtung und Analyse der Researchabteilung aufgenommen werden, bildet den ersten wichtigen Schritt im originären Researchprozess. Die Gesamtheit der beobachteten Werte wird als das „Researchuniversum“ bezeichnet, die grundsätzliche Beobachtung bzw. Analyse eines Wertes als „Coverage“. Für die Researchabteilung einer Investmentbank gab es im

Wesentlichen drei Gründe, ein neues Unternehmen in das Researchuniversum aufzunehmen: i) die eigene Präferenzen des Researchmanagements oder des Analysten, ii) der Wunsch nach Komplettierung des Researchuniversums und iii) Interessen anderer Bankabteilungen³²³.

So waren die Emissionsabteilungen der Banken einer der Hauptauftraggeber für Research im Zusammenhang mit Kapitalmaßnahmen (z. B. IPOs oder Anleiheemissionen)³²⁴. Dies hat insbesondere im Fall von Aktienemissionen zu erheblichen Interessenkonflikten geführt. Wie in Teil V5.2.2 erörtert, hat auch der Trading- und Sales-Bereich der Banken Einfluss auf die Coverage-Entscheidung der Researchabteilung.

Ferner spielt die These der Maximierung der eigenen Nutzenfunktion des Researchmanagement und der einzelnen Analysten bei der Auswahl der einzelnen Unternehmen eine wichtige Rolle. Analysten haben ein gesteigertes Interesse, diejenigen Aktien auszuwählen, bei denen sie voraussichtlich gute Vorhersageergebnisse erzielen können, damit letztlich ein gutes persönliches Ranking erreichen und so ihre Gehaltsaussichten verbessern. Andererseits können die Analysten im Sinne der Institutionenökonomie ihren „Arbeitsleid“ – d. h. ihren Aufwand – minimieren, wenn sie bevorzugt Unternehmen auswählen, über die sie Informationen zu geringen Kosten erhalten können³²⁵.

Schließlich ist die Komplettierung des Researchuniversums ein Grund für die Aufnahme eines Titels sein. So kann ein neues Unternehmen aufgenommen werden, um eine bisher nicht im Universum befindliche Branche abzudecken und so neue Branchenexpertise aufzubauen. Andererseits kann zur besseren Vergleichbarkeit eines bereits in der Coverage befindlichen Unternehmens ein weiteres Unternehmen derselben Branche aufgenommen werden.

³²³ Vgl. u. a. Pietzsch 2004 für eine Darstellung der Bestimmungsfaktoren für die Analysten-Coverage vor allem aus Sicht der Markteigenschaften von Aktien bzw. Unternehmen

³²⁴ Vgl. u. a. Achleitner 2002, S. 294 ff.

Untersucht man die Coverage-Entscheidung vor dem Hintergrund, welche messbaren Eigenschaften der Unternehmen zu einer Analysten-Coverage führen, wird man ebenfalls fündig³²⁶. Die wohl auffallendste positive Korrelation besteht zwischen der Marktkapitalisierung des Streubesitzes eines Unternehmens und der Anzahl der Analysten³²⁷. Andere relevante Unternehmenseigenschaften sind: i) das Handelsvolumen der Aktie, ii) Präsenz in Aktienindizes, iii) Engagement institutioneller Investoren in der Aktie sowie in geringerem Maße iv) die Qualität der Investor Relations, v) die Anzahl der Konsortialmitglieder, vi) die Aktienkursentwicklung und die Volatilität der Aktie³²⁸.

Dieses Ergebnis überrascht nicht, insbesondere dann nicht, wenn man den dritten der oben genannten Gründe berücksichtigt – die Interessen anderer Bankabteilungen. Die Banken haben in erster Linie Interesse an der Coverage von Unternehmen, die sie ihren institutionellen Kunden durch ihre Handelsabteilungen verkaufen können³²⁹.

Im Rahmen des administrativen Unterstützungsprozesses werden nach der Aufnahme eines Wertes in das Universum administrative Aufgaben erforderlich, z. B. die Aktualisierung des Universums, die Bereitstellung von statistischen Unternehmens- und Wertpapierinformationen, die Aufnahme des Wertes in die Offenlegungsdatenbank etc.

3.2 Die Entscheidung über die Researcherstellung

Von der grundsätzlichen Entscheidung, ein Unternehmen in das Researchuniversum der Researchabteilung einzubeziehen, ist die konkrete Entscheidung, eine Researchstudie zu einem bestimmten Zeitpunkt zu

³²⁵ Vgl. u. a. Schwetzler 2001, S. 94 f.

³²⁶ Eine Reihe von Arbeiten verfolgt unter Berücksichtigung der Auswahlkriterien der Analysten das Ziel, die Kommunikation der Unternehmen mit den Analysten zu optimieren. Vgl. bspw. Achleitner / Bassen / Pietzsch 2001, vgl. u. a. Frank 2004, S. 309 ff., vgl. auch Pietzsch 2004

³²⁷ Vgl. u. a. Michaelson 2001, S. 130 ff.

³²⁸ Vgl. u. a. Pietzsch 2004

³²⁹ Vgl. u. a. NASD 2002. Die NASD weist in ihrem „Guide to Understanding Securities Analyst Recommendations“ auf die unterschiedlichen Motive der in Banken beschäftigten Analysten hin, insbesondere werden Investmentbanking Relationships, Brokerage Commissions und Buy-Side Interest genannt.

erstellen bzw. zu aktualisieren und zu verteilen, zu unterscheiden. Als Auslöser für die Erstellung bzw. Aktualisierung und die nachfolgende Verbreitung einer Studie kommen i. d. R. folgende Anlässe in Frage:

(1) Laufende Aktualisierung

Im Rahmen der regelmäßigen Beobachtung eines Wertes durch den Analysten entscheidet dieser, dass eine Neuerstellung bzw. Aktualisierung einer Studie angebracht erscheint, da ausreichend neue Informationen vorliegen. Derartige Aktualisierungen erfolgen in regelmäßigen Abständen und oft ohne besonderen Anlass.

(2) Wichtige neue Informationen

Der Analyst erstellt bzw. aktualisiert die Researchstudie als Reaktion auf öffentlich gewordene wesentlich geänderte Unternehmens- oder Marktdaten. Derartige Informationen können z. B. Inhalte eines aktuellen Quartalsberichtes, Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen oder besondere geschäftspolitische Vorhaben (z. B. die geplante Übernahme eines anderen Unternehmens) sein.

(3) Auftragsresearch

Die Erstellung einer Studie erfolgt in diesem Fall aufgrund des konkreten Auftrages eines Researchkunden, z. B. eines Emittenten, zur Vorbereitung der Platzierung einer Unternehmensanleihe.

Sobald die Entscheidung getroffen wurde, eine Studie zu erstellen, wird im Rahmen des Unterstützungsprozesses die geplante Researchstudie oftmals in eine Produktionsliste der Researchabteilung, auch Forthcoming-Liste genannt, aufgenommen³³⁰. Mittels dieser Liste kann die Researchabteilung die Erstellung und Verbreitung der unterschiedlichen Publikationen ihrer

Analysten planen, koordinieren, überwachen und dokumentieren. Bei regelmäßig veröffentlichten Researchstudien kann die Aufnahme Wochen vor der Veröffentlichung der Studie erfolgen.

Sobald der Analyst tatsächlich mit der Erstellung der Studie beginnt, werden diese Tatsache, das geplante Veröffentlichungsdatum, die analysierten Werte sowie die involvierten Personen bei einigen Instituten in der Compliance Watch List dokumentiert³³¹. Dies ermöglicht der Compliance-Abteilung, die Funktionsfähigkeit der Chinese Walls zu überwachen und die Konfliktklärung zu initiieren³³².

3.3 Der Researcherstellungsprozess

Bei der modellhaften Beschreibung des originären Researcherstellungsprozesses wird der Einfachheit halber unterstellt, dass es sich bei einer Researchstudie i. d. R. um einen durch einen einzelnen Analysten erstellten Bericht zu einem einzigen Unternehmen handelt. Kompendiumsberichte, also Berichte, die mehrere Einzelwerte analysieren, folgen im Wesentlichen dem gleichen Erstellungsprozess, allerdings erfordert die Abwicklung hier mehr administrative Tätigkeiten.

Der originäre Researcherstellungsprozess umfasst typischerweise folgende vier Schritte³³³:

Abbildung 14 – Prozessschritte des Researcherstellungsprozesses



Quelle: Eigene Darstellung

³³⁰ Vgl. u. a. Loistl 2000, S. 10. Der Begriff „Forth Coming List“ ist nicht universell. Die Liste wird auch als „Pending List“, „Production List“ oder „Preparation List“ bezeichnet.

³³¹ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt III

³³² Die Rolle von Compliance wird in Teil IV4.5 detailliert erörtert.

³³³ Vgl. u. a. Michaelson 2001, S. 24 ff., Achleitner / Bassen / Pietzsch 2001, S. 64 ff.

3.3.1 Datensammlung

In dieser ersten Phase der Researcherstellung stellt der Analyst die für seine Analysetätigkeit notwendigen Daten zusammen. Die erforderlichen Daten richten sich dabei u. a. nach der angewandten Analysemethode. So werden für die Fundamentalanalyse andere Daten benötigt als für die technische Analyse oder beispielsweise die quantitative Analyse.

In jedem Fall gehört es zu den Sorgfaltspflichten des Analysten, nur verlässliche und glaubwürdige Quellen zu verwenden und Tatsachen deutlich von Prognosen oder Schätzungen abzugrenzen³³⁴.

In der Phase der Datensammlung ist es üblich, dass Analysten mit den Emittenten kommunizieren, um sich ein abgerundetes Bild von den Emittenten zu verschaffen, z. B., um sich komplexe Zusammenhänge durch das Management erläutern zu lassen und sich ein persönliches Bild über die Qualität des Managements zu verschaffen. Die Informationsbeschaffung über Analystenkonferenzen der Unternehmen oder über Einzelgespräche mit den Unternehmensvertretern gehört zu den wesentlichen Informationsquellen der Analysten³³⁵. Sofern sie dabei jedoch Insiderinformationen über den Emittenten erhalten, ist der Analyst mit diesen Informationen „kontaminiert“, d. h., er kann seinen Researchreport nicht vor Veröffentlichung der Insiderinformationen Dritten zugänglich machen³³⁶. Für die Veröffentlichung der Insiderinformationen ist der Emittent verantwortlich³³⁷. Eine gesonderte Überwachung der Kommunikation des Analysten mit dem Emittenten und ggf. anderen Bankmitarbeitern erfolgte in der Vergangenheit nicht.

3.3.2 Auswertung der Daten

Je nach angewandter Analysemethode werden durch den Analysten die gesammelten Daten aufbereitet und anschließend ausgewertet. Wie bereits

³³⁴ Die aktuellen regulatorischen Vorgaben haben diese Verpflichtung aufgegriffen und kodifiziert. Vgl. dazu die Ausführungen zur FinAnV in Teil V2.5.9

³³⁵ Vgl. DVFA 1995, § 3a

³³⁶ Vgl. Assmann / Cramer 2003, S. 334 f., § 14, Rd. Nr. 59a, i. V. m. Assmann 2003, S. 296, § 13, Rd. Nr. 73

³³⁷ Vgl. DVFA, ebenda

angemerkt, ist es nicht Ziel dieser Arbeit, die Vorhersagegenauigkeit einzelner Analysemethoden einer näheren Betrachtung zu unterziehen³³⁸. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Einhaltung der Sorgfaltspflichten für die Datenauswertung von besonderer Bedeutung sind.

3.3.3 Ableitung einer Empfehlungsaussage

Basierend auf den ausgewerteten Daten und den verwendeten Analysemethoden, leiten Analysten i. d. R. Handlungsempfehlungen und Preisziele ab. Eine Handlungsempfehlung kann z. B. das Aussprechen einer Kaufempfehlung für den untersuchten Wert sein.

Gerade dieser Teil der Analystentätigkeit ist stark kritisiert worden. So wurde zum einen die Objektivität der Researchempfehlungen angezweifelt, zum anderen die fehlende Klarheit und der fehlende Zeithorizont der abgegebenen Empfehlungen bemängelt³³⁹. Bezüglich der von den Analysten in der Vergangenheit genutzten Empfehlungssysteme wurde vor allem die zu hohe Anzahl von Empfehlungsabstufungen mit daraus resultierenden unklaren Handlungsanweisungen und unklaren Ertragserwartungen kritisiert³⁴⁰. Die Empfehlungssysteme konnten vor allem private Anleger, denen die eigentliche Bedeutung der Empfehlungsaussagen nicht hinreichend transparent war, zu falschen Anlageentscheidungen verleiten³⁴¹.

Aber bereits in der Vergangenheit konnte es keinen Zweifel daran geben, dass selbst bei gegenläufigen Interessen in den Banken der Grundsatz der Unabhängigkeit der Researchabteilung zu gelten hatte³⁴².

An dieser Stelle sei kurz auf eine häufig vorgebrachte pauschale Unterstellung der mangelnden Objektivität von Sell-Side-Analysten

³³⁸ Einleitend Achleitner 2002, S. 763 ff.

³³⁹ Vgl. bspw. NASD o. V.: „NASD Guide to Understanding Securities Analyst Recommendations“, 2002, www.nasdr.com/analyst_brochure.htm

³⁴⁰ Eine ausführliche Darstellung der noch in 2001 genutzten Empfehlungssysteme von über 20 Banken findet sich u. a. bei Göres 2004, S. 67 ff. Siehe auch Anlage 2 für eine Gegenüberstellung der in 2001 und 2006 in großen Investmentbanken genutzten Empfehlungssysteme.

³⁴¹ Vgl. NASD 2002, ebenda

³⁴² Vgl. u. a. Eisele 1995, S. 120

eingegangen. Die Hypothese basiert im Wesentlichen auf der Erfahrung, dass Finanzanalysten dazu tendieren, mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen auszusprechen³⁴³. Allein diese Feststellung ist aber noch kein Nachweis fehlender Objektivität³⁴⁴. Berücksichtigt man den Umstand, dass einzelne Analysten selten mehr als 15 Unternehmen aus dem deutlich größeren Universum (z. B. 14.500 öffentlich gehandelte Aktien in den USA) analysieren und die Researchempfänger, also die Investoren, in der Mehrzahl nie oder selten Leerverkäufe tätigen und selbst in diversifizierten Portfolios eine vergleichsweise geringe Anzahl von Aktien im Bestand halten, dann sollte es nicht überraschen, dass sich Analysten für die Analyse von Unternehmen entscheiden, denen sie grundsätzlich eine positive Entwicklung zutrauen. D. h., die Kunden können mehrheitlich nur aus Kaufempfehlungen eine aktive Investitionsentscheidung ableiten³⁴⁵. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Tendenz der Analystenempfehlungen zum Kauf geradezu unumgänglich und kann nicht als Nachweis der mangelnden Objektivität aufgefasst werden.

3.3.4 Erstellung des Researchberichts

Die Aufgabe des Analysten ist mit der Ableitung einer Empfehlung aus den gesammelten und analysierten Daten nicht beendet. Ein wichtiger Teil der Researcherstellung ist die Aufbereitung der Daten, Annahmen, Prognosen, Analyseergebnisse und Empfehlungen für den Adressaten des Researchberichts.

Dabei ist es aus Gründen der Sorgfalt unerlässlich, dem Empfängerhorizont des Adressaten Beachtung zu schenken. Researchberichte für institutionelle Anleger unterscheiden sich von denjenigen für private Anleger oft erheblich in Sprache und Komplexität. Wird diesem Aspekt nicht genügend Aufmerksamkeit gewidmet, besteht die Gefahr, dass ein Großteil der geleisteten Analysearbeit nicht verstanden wird und dementsprechend

³⁴³ Vgl. u. a. Reis, Karl Eugen: „Die Unabhängigkeit des Analysten“, in: Börsen-Zeitung, 17.11.2000 (Anm. 3)

³⁴⁴ Vgl. u. a. Loistl / Haffner 2002, S. 640-644. Loistl stellt ebenfalls auf die Technik des Portfolio-Managements und die Adressaten der Empfehlungen ab.

³⁴⁵ Vgl. bspw. Fernandez 2001, S. 7

Risiken und Chancen bei einer Anlageentscheidung nicht ausreichend gewürdigt werden können³⁴⁶.

3.3.5 Management Review

Im Interesse der Qualitätssicherung der einzelnen Researchstudien war es bereits in der Vergangenheit üblich, abgeschlossene Studien vom Researchmanagement bzw. von einem erfahrenen Analysten nochmals gegenlesen zu lassen (Vier-Augen-Prinzip)³⁴⁷.

3.3.6 Information der Gesellschaft über eine anstehende Empfehlungsänderung

Bis zum Jahr 2000 war die Vorabinformation der analysierten Gesellschaft über eine anstehende Änderung der Empfehlung bzw. des Kursziels nicht unüblich, und zwar dann, wenn die Investmentbank eine Geschäftsbeziehung zu dieser Gesellschaft unterhielt. Die Information diente der Pflege der Geschäftsbeziehungen der Investmentbank mit ihren Firmen- und institutionellen Kunden und erfolgte zumeist durch den verantwortlichen Kundenbetreuer kurz vor Veröffentlichung der Studie.

Die Vorabinformation sollte frühestens am Tag vor der Veröffentlichung der Studie und nach Börsenschluss erfolgen, um das Risiko des Missbrauchs zu minimieren. Die rechtzeitige Information räumte der Gesellschaft die Gelegenheit ein, ihrerseits eine Stellungnahme gegenüber dem Kapitalmarkt vorzubereiten und auf mögliche Nachfragen reagieren zu können.

3.4 Der Researchverbreitungsprozess

Der letzte Schritt des originären Researchprozesses ist die Verbreitung der fertigen Researchstudie an die empfangsberechtigten Investoren. Die Verbreitung erfolgte vor 2000 und auch heute im Bereich der institutionellen

³⁴⁶ Vgl. u. a. Peppmeier, in: Rolke / Wolff 2000, S. 149

³⁴⁷ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt II

Kunden zumeist direkt durch die Researchabteilung³⁴⁸. Dabei sind i. d. R. die Sales-Bereiche für die Benennung der empfangsberechtigten Kunden zuständig. Die Verbreitung erfolgt dabei oftmals elektronisch über E-Mail oder zugriffsgeschützte Webseiten der Researchabteilungen. Im Privatkundenbereich – sofern Researchstudien Gegenstand der Geschäftsbeziehung sind – war und ist sowohl die papierhafte als auch die elektronische Übermittlung verbreitet. In beiden Fällen erfolgt die Verbreitung im Rahmen der grundsätzlich bestehenden Kundenbeziehung, jedoch ohne Vereinbarung einer expliziten zusätzlichen Gebühr³⁴⁹.

Bei der Verbreitung von Research an die berechtigten Empfänger ist grundsätzlich sicherzustellen, dass alle Kunden das Research gleichzeitig erhalten und in diesem Sinne fair behandelt werden. Dies kann insbesondere die Verbreitung von Research an Privatkunden vor Schwierigkeiten stellen, und zwar aus zwei Gründen:

- (1) Es kann erforderlich sein, das i. d. R. für institutionelle Investoren abgefasste Research in eine adressatengerechte Form zu bringen³⁵⁰, ggf. auch in die Landessprache der Kunden zu übersetzen.
- (2) Privatkunden sind im Gegensatz zu institutionellen Kunden nicht jederzeit erreichbar bzw. können per E-Mail (bzw. per Link auf eine zugriffsgeschützte Researchwebseite) zugesandte Researchreports – wie bei institutionellen Kunden üblich – nicht gleichermaßen schnell verarbeiten.

In der Praxis kann es daher im ersten Fall zu zeitlichen Verzögerungen kommen, die aber laut eigener Untersuchung im unteren Stundenbereich

³⁴⁸ Vgl. Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004. Dort schreibt er: „Die Arbeit von Sell Side-Analysten, insbesondere großer, globaler Broker/Bankhäuser, wird über eine Vielzahl von Kanälen an institutionelle Anleger und abhängig vom Institut auch in übersetzter, oft simplifizierter Form an private Anleger distribuiert. ... Nach Ablauf einer Karenzzeit wird das Research bei vielen Brokern danach einer professionellen Bereichsöffentlichkeit zur Verfügung gestellt. Je höher der Distributionsgrad von Unternehmensstudien, umso höher die Liquidität der Aktie.“

³⁴⁹ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt IV

³⁵⁰ Vgl. Peppmeier 2000, S. 149. Vgl. auch Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004

liegen³⁵¹. Im zweiten Fall kann die Verzögerung den Banken nicht angelastet werden, da grundsätzlich ein zeitgleicher Zugriff für Privatanleger möglich wäre.

3.4.1 Research ist kein „öffentliches Gut“

Aus der Forderung nach einer gleichzeitigen Verbreitung von Researchstudien an alle berechtigten Kunden der Banken kann keine Pflicht zur gleichzeitigen Verbreitung der Researchstudie an alle Investoren, sprich die breite Öffentlichkeit, abgeleitet werden. Es ist den Banken im Rahmen ihrer Privatautonomie zu überlassen, welchen Kundengruppen sie ihr „Researchprodukt“ zur Verfügung stellen³⁵². Eine Pflicht zur sofortigen allgemeinen Veröffentlichung wäre vermutlich das Ende von privatrechtlich erstellten Finanzanalysen, da den Banken damit der Anreiz genommen würde, einzelnen Kundengruppen den besonderen Service Research anzubieten. Research stellt kein öffentliches Gut dar.³⁵³

3.4.2 Verbot des „Dealing ahead of Research“

Schließlich stellt sich die Frage, wann andere Bankabteilungen die Informationen aus der Researchstudie nutzen können, um sich ihrerseits in den analysierten Werten zu positionieren. Es ist weder für die Bank noch für den Analysten statthaft, Wertpapiere in Kenntnis der bevorstehenden Abgabe einer diese Wertpapiere betreffenden eigenen Bewertung oder Empfehlung zu kaufen oder zu verkaufen und die eigene Studie erst dann an einen größeren Investorenkreis zu verteilen („Dealing ahead of Research“). Die

³⁵¹ In einer Befragung von 10 in Deutschland tätigen Instituten im Januar 2006 zeigten diese sich bei der Beantwortung der Frage zur durchschnittlichen Dauer der Überarbeitung sehr zurückhaltend. Ein Institut gab an, dass die Überarbeitung i. d. R. innerhalb von zwei Stunden erfolge, ein zweites gab 24 Stunden als Obergrenze an. Vgl. Anlage 5, Abschnitt I

³⁵² Vgl. Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004. Dort schreibt er: „Entgegen der landläufigen Meinung, nach der Research eine Art öffentliches Gut darstellt, ist indes die Praxis anders: Research dient dem Anleger dazu, einen Informationsvorsprung auszunutzen, und in eine Aktie zu investieren oder zu desinvestieren, solange der Markt die neue Information noch nicht in den Kurs der Aktie eingepreist hat. Aus diesem Grund werden die Kunden des Brokers vorrangig mit dem Research bedient.“

³⁵³ Vgl. Spatt 2005: Abschnitt 2. B, „The value of information“, S. 4 f.

Bank würde sich dem Vorwurf des Front Running von Research aussetzen³⁵⁴, der Analyst dem Vorwurf der Marktmanipulation, genauer des Scalping³⁵⁵. Zudem würde ein derartiges Verhalten einen erheblichen Interessenkonflikt darstellen, der zugunsten der Kunden zu lösen wäre. Hier war und ist es für die Banken empfehlenswert, sich eine zeitliche Eigenhandels- und Mitarbeiterhandelsbeschränkung aufzuerlegen, um den Kunden ausreichende Gelegenheit zu geben, auf die Researchempfehlungen zu reagieren. Die Dauer der Beschränkung war in der Vergangenheit an der Postlaufzeit ausgerichtet und reichte bis zu 48 Stunden³⁵⁶.

4 Das Interessenkonfliktmanagement der Investmentbanken

In diesem Abschnitt werden die aufbauorganisatorischen und ablauforganisatorischen Vorkehrungen näher beschrieben, die deutsche Universalbanken bereits vor dem Einbruch der Aktienmärkte im Jahr 2000 einsetzten, um die ordnungsgemäße Erstellung und Verbreitung von Research zu gewährleisten. Die getroffenen Maßnahmen richteten sich insbesondere an den zuvor beschriebenen gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben in Deutschland aus.

4.1 Die Rolle der Geschäftsleitung

Für die Sicherstellung der Unabhängigkeit und Integrität der Researchabteilungen in Investmentbanken ist eine klare Weisung und Haltung der Geschäftsleitung von grundsätzlicher Bedeutung³⁵⁷. Der

³⁵⁴ Die FAS diskutiert in ihrem Policy Statement 04/6 die Interessenkonflikte im Zusammenhang mit „Dealing ahead of Research“ und verbietet diese Praktik vor dem Hintergrund der Konflikte im Rahmen der Conduct of Business Rules. Vgl. FSA 2004

³⁵⁵ Laut BGH, Urteil vom 06.11.2003, 1 StR 24/03, handelt es sich bei der Empfehlungsabgabe an einen Kunden und vorzeitiger Positionierung in den empfohlenen Papieren nicht um ein Insidervergehen (Front Running), sondern um Marktmanipulation, da u. a. die Kenntnis über die anstehende Empfehlung nicht als Insiderinformation (fehlender Drittbezug einer Information) einzustufen ist. Dies bedeutet m. E. jedoch nicht, dass das Vorpositionieren anderer Bankmitarbeiter in Kenntnis eines anstehenden Researchberichts nicht als Insidervergehen (Front Running) einzustufen wäre, zumal hier der Drittbezug der Insiderinformation gegeben scheint und die manipulative Handlung von einem anderen (dem Analysten) ausgeführt wurde. vgl. auch Schmitz 2004, S. 522 ff.

³⁵⁶ Vgl. u. a. Eisele 1995, S. 121 f., vgl. auch Göres 2004, S. 98

³⁵⁷ Vor dem Jahr 2000 ist es schwierig, zum Thema Unabhängigkeit der Researchabteilung diesbezügliche konkrete Regelungen zu finden. Die Verantwortung der

Geschäftsleitung als Leitungsorgan der Gesellschaft oblag bereits vor 2000 die Verantwortung, die grundsätzlichen und strategischen geschäftspolitischen Entscheidungen zu treffen³⁵⁸. Ferner wurde und wird von ihr als Vertreterin der Aktionärsinteressen erwartet, die ethische Grundausrichtung – d. h. das Wertesystem – für das Geschäftsgebaren der Bank vorzugeben³⁵⁹.

Im Rahmen der grundlegenden geschäftspolitischen Entscheidungen oblag der Geschäftsleitung die Verantwortung, die existierenden organisatorischen Vorkehrungen zur Researcherstellung, insbesondere die Berichtslinien, die Finanzierung, die Zusammenarbeit mit anderen Bereichen der Bank, die Vergütungssysteme sowie die Kontrollprozesse, zu so gestalten, dass die Organisation den Researchstandards entspricht. Bei der Umsetzung (z. B. Verfassen von Richtlinien, Durchführung von Schulungen) und Kontrolle der Regeln kann sich die Geschäftsleitung u. a. der Compliance-Abteilung bedienen³⁶⁰.

4.2 Die Finanzierung der Researchabteilung

In diesem Abschnitt wird der Frage nachgegangen, welche Art der Finanzierung vor dem Jahr 2000 in deutschen Banken für die Researchabteilungen existierte. Der Finanzierungsbedarf wird direkt durch die anfallenden Kosten determiniert. I. d. R. fallen in einer Researchabteilung zwei wesentliche Kostenblöcke an: die Personal- und Sachkosten. Die Sachkosten umfassen u. a. Informations-, Miet-, Reise- und Produktionskosten. Die Personalkosten beinhalten u. a. Gehälter, Boni und Weiterbildungskosten.

In den großen deutschen Banken erfolgte bereits vor 2000 die Finanzierung der Researchabteilung entweder mittels Kostenumlage – geregelt im Rahmen

Geschäftsleitung für die Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Geschäftsbetriebs wurde vielmehr allgemein geregelt, vgl. u. a. die Organisationsrichtlinie der BaFin von 1999, § 4.1. Vgl. auch Eisele 2001, S. 3439, § 109, Rd. Nr. 1

³⁵⁸ Vgl. u. a. Arnold 2005, S. 736, § 18, Rd. Nr. 9 ff., vgl. auch Oltmanns 2003, S. 413 ff.

³⁵⁹ Vgl. bspw. Seidel / Wagner 2004

von Service Level Agreements – auf mehrere Bankbereiche (Cost-Center-Ansatz) oder mittels Verwendung interner Preise (Profit-Center-Ansatz)³⁶¹. Teilweise war die Researcherstellung auch auf eigenständige Tochtergesellschaften ausgelagert³⁶². Die belasteten Bereiche waren oftmals die Sales und Trading-Abteilung, das Investmentbanking, die Vermögensverwaltung und die Anlageberatung für Privatkunden. Eine direkte Abhängigkeit der Vergütung einzelner Analysten von Investmentbankingtransaktion hat es i. d. R. nicht gegeben. D. h., der wichtige Punkt der Finanzierung der Researchabteilung stellte schon in der Vergangenheit in Deutschland keinen Anhaltspunkt für einen wesentlichen Interessenkonflikt, der die Unabhängigkeit der Analysten in Frage stellte, dar.

4.3 Berichtslinien der Researchabteilung

Einer der zentralen Punkte der Diskussion über die Unabhängigkeit und Integrität der Finanzanalysten betraf und betrifft das Verhältnis der Finanzanalysten zum Investmentbanking³⁶³.

Die Untersuchung der Verhältnisse bis ins Jahr 2000 hat gezeigt, dass es in Deutschland bei den interviewten Banken keine disziplinarischen Berichtslinien der Researchabteilungen an die Investmentbankingabteilungen gab, sondern i. d. R. vielmehr an den Securities-Trading- und Sales-Bereich berichtet wurde³⁶⁴. Sofern das Research über eigenständige Töchter betrieben wurde, berichtete das Researchmanagement an den Vorstand der Gesellschaft, der wiederum durch den Aufsichtsrat und Beirat überwacht wurde. Dem Aufsichts- und Beirat gehörten regelmäßig Vertreter der Vermögensverwaltung, also der Investoren, an.

³⁶⁰ Vgl. u. a. Koller, in Assmann / Schneider 2003, S. 1063, Rd. Nr. 32, vgl. auch BaFin 1999, § 4.2.

³⁶¹ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt IV

³⁶² Vgl. o. V.: „Bankforscher sollen Analysen und Prognosen zukünftig auch externen Kunden verkaufen“, in: Handelsblatt, 03.04.1992, S. K3

³⁶³ Vgl. u. a.: „Merrill Lynch geht es an den guten Ruf“, in: Börse-Zeitung, 08.05.2002. Dort wird aus einem Untersuchungsbericht von Eliot Spitzer, New Yorker Generalstaatsanwalt, zitiert: „... Die dabei erstellten irreführenden Ratings waren weder, wie sie vorgaben, objektiv noch unabhängig. Hinter den Ratings stand der schwerwiegende Zusammenbruch der Trennung zwischen Bank- und Researchabteilung von Merrill Lynch. Diese Trennung wäre entscheidend für die Empfehlungen, die Merrill Lynch veröffentlichte ...“

Nun definiert sich das Verhältnis einzelner Geschäftsabteilungen zueinander nicht ausschließlich über die formale Berichtslinie, sondern auch über die Finanzierung der Researchabteilung, die betriebliche Zusammenarbeit, den Informationsaustausch untereinander, das Verständnis bezüglich der gemeinsamen Ziele des Unternehmens sowie ganz wesentlich durch das allgemeine Wertesystem der Bank. Die Bedeutung des Wertesystems wurde bereits in Teil III.3 und Abschnitt 4.1 und der Einfluss der Finanzierung in Abschnitt 4.2 erörtert. Auf die bei der Zusammenarbeit mit anderen Abteilungen und dem betrieblichen Informationsaustausch³⁶⁵ eingesetzten organisatorischen Verfahren wird in den folgenden Abschnitten näher eingegangen.

4.4 Chinese Walls in Investmentbanken

Investmentbanken kommen aufgrund ihrer Intermediärstellung zwischen Investoren und Emittenten im Kapitalmarkt mit einer Vielzahl öffentlicher und nichtöffentlicher Kundeninformationen in Berührung. Gleichzeitig sind sie zur Erfüllung ihrer Aufgabenstellung auf einen geregelten internen Austausch dieser Informationen angewiesen³⁶⁶. Der Umgang mit vertraulichen, nichtöffentlichen Informationen in Banken war bekanntermaßen auch vor 2000 durch eine Reihe von Vorschriften normiert: dem Bankgeheimnis³⁶⁷, dem Insiderrecht³⁶⁸, den Wohlverhaltensregeln³⁶⁹ und besonderen Organisationspflichten³⁷⁰ des Wertpapierhandelsgesetzes.

Entsprechend haben die Banken international und in Deutschland – spätestens seit Einführung des WpHG im Jahr 1994 – formelle Verfahren entwickelt, die für den angemessenen Umgang mit Insiderinformationen und Interessenkonflikten sorgen³⁷¹. Das zentrale Konzept der Chinese Walls wird im Folgenden ausführlich vorgestellt.

³⁶⁴ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt III

³⁶⁵ Einführend u. a. Schmidt 1995, S. 279 ff.

³⁶⁶ Einführend bspw. Achleitner 2002, S. 27

³⁶⁷ Einführend u. a. Weber 2001, S. 242-248

³⁶⁸ Siehe dazu auch in Teil IV.1.4.1

³⁶⁹ Siehe dazu auch in Teil IV.1.4.2

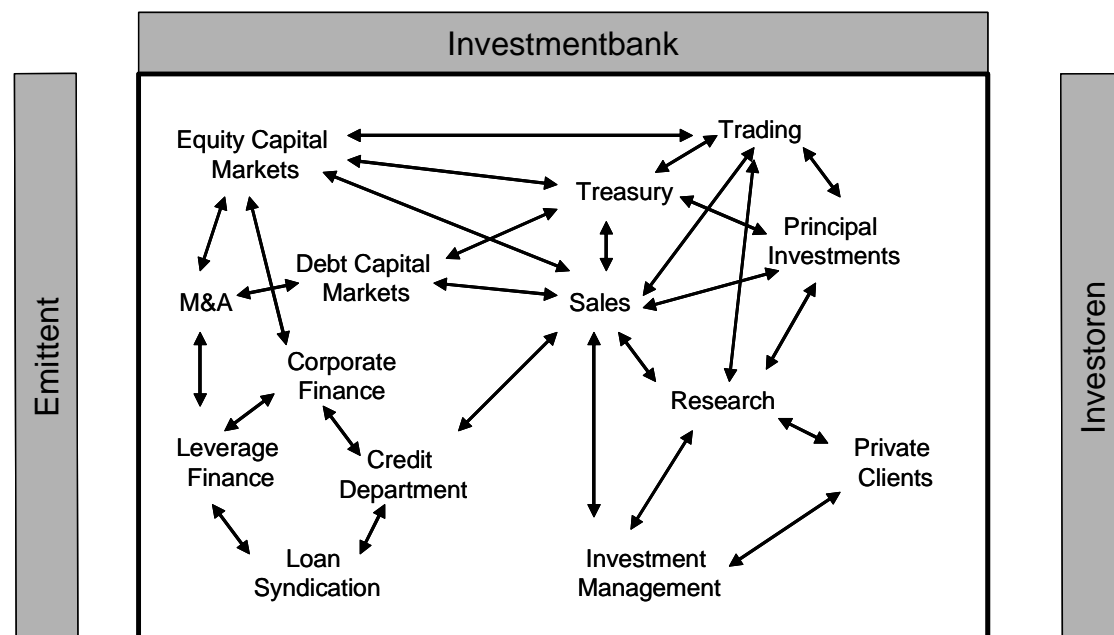
³⁷⁰ Vgl. u. a. Eisele 2001, S. 3460, § 109, Rd. Nr. 79 ff. Siehe auch in Teil IV.1.4.3

³⁷¹ Vgl. Hopt 2002, S. 367 ff., vgl. auch Eisele 1995, S. 113 ff., oder Lösler 2003, S. 72 ff.

4.4.1 Das Chinese-Wall-Konzept

Zunächst ist es für die Funktionsfähigkeit der Banken wichtig, dass öffentlich bekannte Informationen in den Investmentbanken ungehindert fließen können³⁷². Der ungehinderte Informationsfluss ist in der folgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 15 – Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss öffentlicher Informationen



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Compliance-Schulung

Im Gegensatz zum uneingeschränkten Informationsfluss öffentlicher Informationen hätte eine unkontrollierte Weitergabe von Insiderinformationen in den Investmentbanken zur Folge, dass einzelne Abteilungen aufgrund des Insiderhandels- und Empfehlungsverbot in ihrer normalen Geschäftstätigkeit erheblich eingeschränkt wären und möglicherweise ein Verstoß gegen das Insiderweitergabeverbot vorläge³⁷³.

Dies soll an folgendem Beispiel näher erläutert werden: Würde die Equity-Capital-Markets-Abteilung (ECM) eine Insiderinformation – die sie von einem Emittenten erhalten hat – unkontrolliert an den Sales- und Trading-Bereich

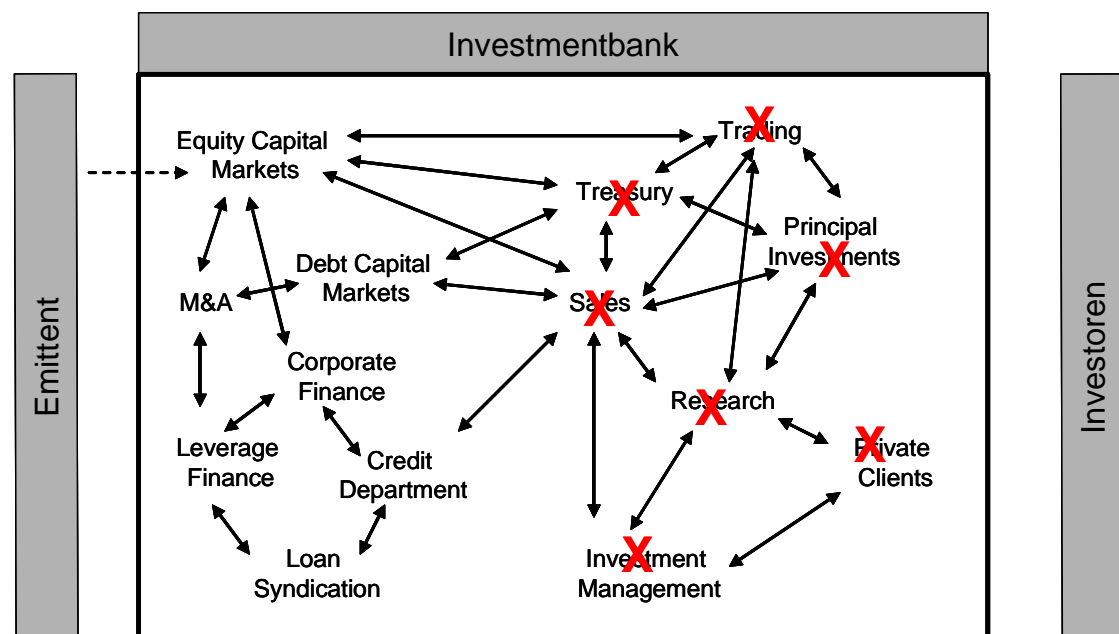
³⁷² Vgl. u. a. Eisele 1995, S. 118 ff.

³⁷³ Vgl. Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 328, § 14, Rd. Nr. 54 ff.

der Bank, der in der Regel keinen Zugang zu Insiderinformationen hat, weiterleiten, dann könnte aufgrund der Insiderverbote der Aktienhandel nicht mehr in dem Wert, zu dem die Insiderinformation vorliegt, handeln und der Sales-Bereich in diesem Wert keine Empfehlungen an Kunden abgeben.

Zudem besteht die Gefahr, dass allein das Fehlen der erforderlichen Informationskontrollen zu einer Zurechnung der Insiderinformation zu den anderen Abteilungen führt (sog. Wissenszurechnung)³⁷⁴. Dies hätte u. U. weitreichende strafrechtliche (Verstoß gegen das Insiderrecht), zivilrechtliche (Haftungsrisiko), aufsichtsrechtliche (Organisationsvergehen) und geschäftspolitische (Vertrauensverlust der Kunden) Konsequenzen.

Abbildung 16 – Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss von Insiderinformationen³⁷⁵



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Compliance-Schulung

Auch kann der unkontrollierte Austausch von vertraulichen, nichtöffentlichen Informationen zu Interessenkonflikten führen. Dabei sind auch die zivilrechtlichen Konsequenzen, die sich aus dem unsachgemäßen Umgang

³⁷⁴ Zur Schutzwirkung und seinen Grenzen vgl. Hopt 2002, S. 367 ff., vgl. auch Lösler 2003, S. 92 ff., und Hopt 2006 zum Stand der Rechtsprechung

³⁷⁵ In Anlehnung an das stark vereinfachte Organisationsmodell der Investmentbank wurden zur grafischen Darstellung nur einzelne Abteilungen herausgegriffen. Insbesondere ist die Darstellung des Informationsaustausches zwischen den Abteilungen nicht auf Vollständigkeit angelegt.

mit vertraulichen Informationen ergeben können, erheblich. U. a. kann es zu empfindlichen Schadensersatzforderungen der betroffenen Kunden kommen.

Daher besteht für die Banken i) ein erhebliches geschäftspolitisches Interesse und ii) eine rechtliche Verpflichtung, den Fluss von Insiderinformationen gezielt zu steuern. Aus diesem Grunde behandeln Investmentbanken die Abteilungen, in denen regelmäßig Insiderinformationen oder Informationen mit Konfliktpotenzial anfallen als Vertraulichkeitsbereiche (Chinese-Wall-Bereiche) und sichern diese durch eine Informationsbarriere, d. h. durch so genannte Chinese Walls³⁷⁶.

In der Praxis gibt es verschiedene Möglichkeiten, Informationsbarrieren, also Chinese Walls, einzurichten. NASD/NYSE³⁷⁷ folgend, sind dies:

- (1) räumliche Trennung, d. h. physische Chinese Walls
- (2) geschäftliche Trennung, d. h. Management Chinese Walls
- (3) verfahrensmäßige Trennung, d. h. prozessuale Chinese Walls
- (4) gedankliche Trennung, d. h. mentale Chinese Walls

In der Praxis werden diese Verfahren oft in kombinierter Form eingesetzt. Die genaue Position der Chinese Walls ist dabei von Bank zu Bank verschieden und richtet sich nach der konkreten organisatorischen Aufstellung³⁷⁸. Jedoch operieren vor allem die angelsächsisch geprägten Investmentbanken mit mindestens einer „primären“ Chinese Wall, und zwar zwischen den Bereichen, die regelmäßig, und denjenigen, die nicht regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben³⁷⁹.

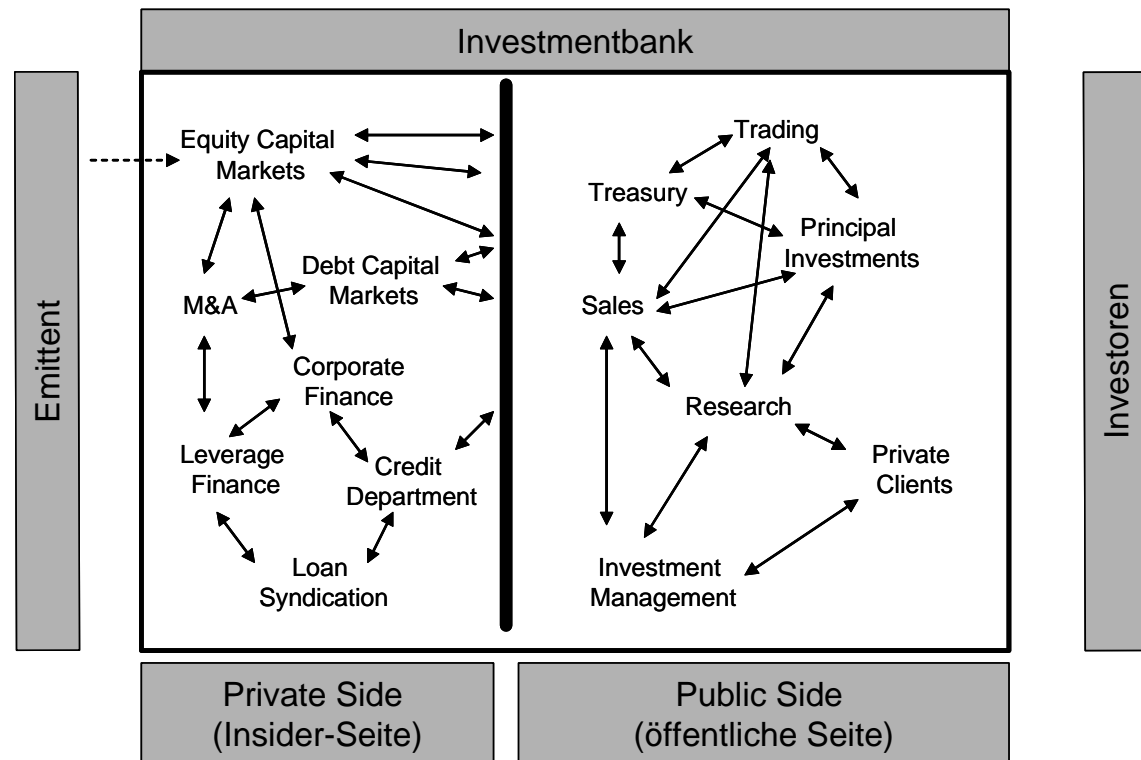
³⁷⁶ Vgl. SEC 1990, Abschnitt II, S. 5 ff., vgl. auch BaFin 1999, Abschnitt 3.3.1. Die BaFin nennt Vertraulichkeitsbereiche (sog. Chinese Walls) als geeignete Maßnahme, Interessenkonflikte möglichst gering zu halten und die unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen zu beschränken. Die Verfahren zur Weitergabe von sensiblen Informationen aus einem Vertraulichkeitsbereich werden im nächsten Abschnitt ausführlich behandelt.

³⁷⁷ Vgl. NASD 1991, S. 3, vgl. auch Eisele 2001, S. 3453, § 109, Rd. Nr. 54 ff.

³⁷⁸ Vgl. u. a. Koller, in Assmann / Schneider 2003, S. 1056, Rd. Nr. 18

³⁷⁹ Die Zuordnung des Bereichs „Principal investments“ auf die öffentliche Seite erfolgt vor dem Hintergrund, dass die Investitionsentscheidungen der Bank ausschließlich aufgrund öffentlicher Informationen erfolgen dürfen und die Abteilung keine Insiderinformationen zu Emittenten von der Corporate-Finance-Abteilung erhalten darf. Andererseits kann argumentiert werden, dass die Bank über ihre „Principal investments“, die ggf. als wesentliche Beteiligungen zu klassifizieren sind, regelmäßig Insiderinformationen erhält und daher als

Abbildung 17 – Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss von Insiderinformationen mit einer Chinese Wall



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Compliance-Schulung

Die Geschäftsbereiche der Bank mit regelmäßigem Zugang zu Insiderinformationen werden insbesondere im angelsächsischen Raum „Private Side“-Abteilungen genannt; die Abteilungen, die i. d. R. keine Insiderinformationen erhalten, werden oftmals als „Public Side“-Abteilungen bezeichnet.

Wie verhält es sich mit dem Informationsfluss von Insiderinformationen zwischen den einzelnen Abteilungen auf der „Private Side“ der Chinese Wall?

Zunächst einmal gilt für diesen Bereich wie für alle Bereiche der Bank, die mit vertraulichen und insbesondere Insiderinformationen umgehen, das so genannte „Need to Know“-Prinzip³⁸⁰. Dies bedeutet, dass vertrauliche und Insiderinformationen nur dann an andere Mitarbeiter weitergegeben werden

³⁸⁰ „Insiderfunktion“ zu werten ist. Nach deutschem Verständnis ist der Bereich in jedem Fall als eigenständiger Vertraulichkeitsbereich zu klassifizieren.

³⁸⁰ Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.3.2

dürfen, wenn diese ein berechtigtes geschäftliches Interesse an den Informationen haben³⁸¹.

Ferner mag es in Abhängigkeit von den konkreten geschäftlichen Erfordernissen notwendig sein, weitere Chinese Walls zwischen den einzelnen Geschäftsbereichen zu errichten. Dies erscheint insbesondere dann sinnvoll, falls es zwischen den einzelnen Bereichen häufig zu Interessenkonflikten kommen kann. Eine zusätzliche Separierung mittels Chinese Walls wäre eine mögliche organisatorische Antwort darauf. In Abgrenzung zur „primären“ Chinese Wall zwischen den öffentlichen und den privaten Bereichen der Bank werden diese Chinese Walls auch als „sekundäre“ Chinese Walls bezeichnet. Das deutsche Aufsichtsrecht in Form der Organisationsrichtlinie der BaFin von 1999 spricht in beiden Fällen von Vertraulichkeitsbereichen³⁸².

Natürlich kann es auch zu Situationen kommen, in denen Insiderinformationen in den als öffentlich definierten Bereichen der Bank anfallen, z. B. die Kenntnis über eine Großorder³⁸³. In diesem Fall ist der betroffene Bereich zumindest temporär als eigener sekundärer Chinese-Wall-Bereich zu betrachten. Sollte es sich andererseits bei einem öffentlichen Bereich um einen mit regelmäßigem Konfliktpotenzial handeln, kann es erforderlich werden, um diesen dauerhafte Chinese Walls zu errichten. Wie weiter unten ausgeführt, ist dies bei der Researchabteilung der Investmentbanken der Fall³⁸⁴.

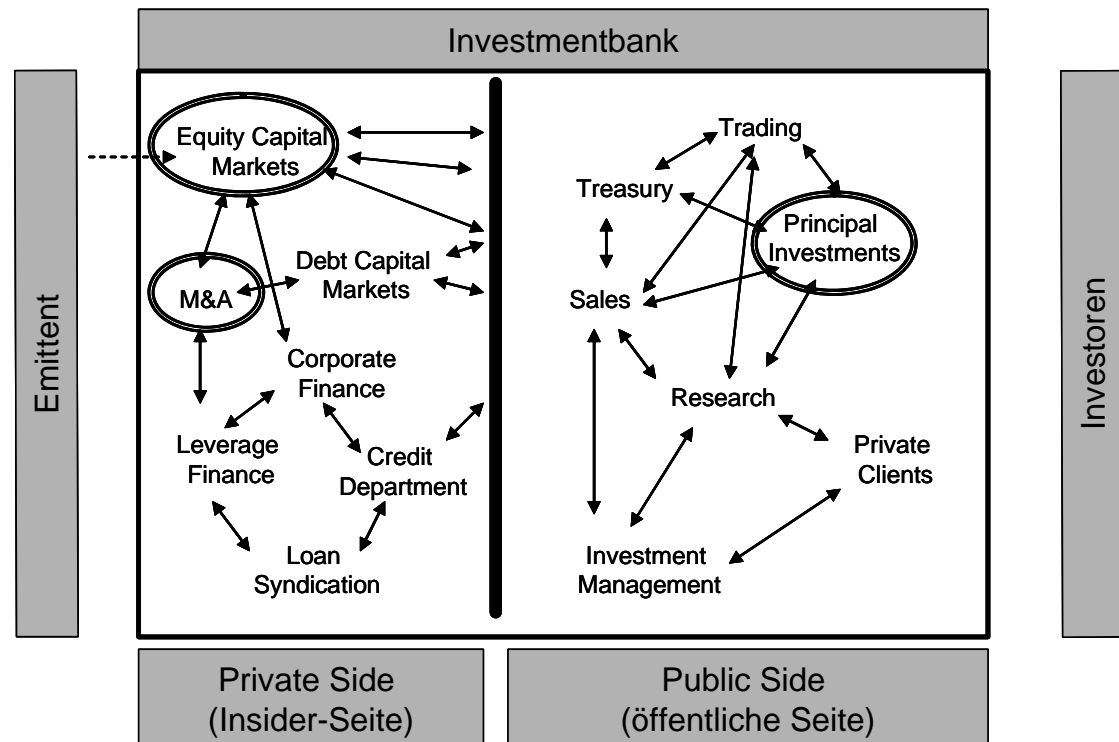
³⁸¹ Vgl. Assmann / Cramer, in: Assmann / Schneider 2003, S. 322, Rd. Nr. 48

³⁸² Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.3.1

³⁸³ Vgl. Assmann / Cramer, ebenda, S. 309, Rd. Nr. 26

³⁸⁴ Die BaFin nennt in ihrer Organisationsrichtlinie den Analysebereich als einen Bereich, in dem compliance-relevante Tatsachen auftreten können. Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.1

Abbildung 18 – Das Chinese-Wall-Konzept – Fluss von Insiderinformationen mit primären und sekundären Chinese Walls



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Compliance-Schulung

Die zuletzt beschriebene Situation sowie die Tatsache, dass Investmentbanken ihre Geschäftsmodelle und damit auch ihre Strukturen permanent den Anforderungen des Marktes anpassen müssen, verdeutlichen, dass es sich bei den Chinese Walls um ein dynamisches organisatorisches Verfahren handeln muss, das diesen Anforderungen gerecht wird³⁸⁵.

4.4.2 Chinese Wall Crossing

Wesentlicher Bestandteil i) der Kontrolle des Informationsflusses von Insiderinformationen und ii) des Konfliktmanagements mittels Chinese Walls ist das Wall-Crossing-Verfahren³⁸⁶. Dieses ermöglicht die kontrollierte Weitergabe von Insiderinformationen über Chinese Walls hinweg an Mitarbeiter anderer Geschäftsbereiche. Die Weitergabe von Insiderinformationen ist allerdings nur im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften statthaft, d. h. nur dann, wenn es sich um eine befugte

³⁸⁵ Vgl. u. a. SEC 1990, Abschnitt I, S. 2 ff.

Weitergabe handelt³⁸⁷. Dies ist i. d. R. der Fall, wenn die Informationsweitergabe im normalen Rahmen der betrieblichen Tätigkeit erfolgt, d. h., wenn sie zur Erfüllung der dienstlichen Aufgabenstellung erforderlich ist³⁸⁸.

Ein mögliches Wall-Crossing-Verfahren in der Praxis sieht folgendermaßen aus: Als Erstes unterrichtet der Bereich, der im Besitz von Insiderinformationen ist und Mitarbeiter einer anderen Abteilung zur Erledigung seiner Aufgabenstellung hinzuziehen möchte, den Leiter des anderen Bereichs über die Absicht, einem oder mehreren seiner Mitarbeiter Insiderinformationen mitzuteilen. Diese Ansprache kann direkt oder unter Einschaltung von Compliance erfolgen. Der angesprochene Manager muss dann die geschäftspolitische Entscheidung treffen, ob er seine Mitarbeiter von ihrer eigentlichen Aufgabe freizustellen gewillt ist oder nicht, i. d. R. allerdings, ohne selbst die Insiderinformationen mitgeteilt zu bekommen. Hier empfiehlt sich u. U. die Einschaltung der Compliance-Abteilung zur Überprüfung möglicher Konflikte, die sich aus dem Wall Crossing ergeben könnten. In der Praxis ist dies jedoch nicht in jedem Fall praktikabel und angemessen. Im Zustimmungsfall werden den Mitarbeitern die erforderlichen Informationen mitgeteilt. U. U. kann dies dazu führen, dass die Mitarbeiter ihrer eigentlichen Tätigkeit (z. B. Sales-Geschäft) für die Dauer des Vorliegens der Insiderinformationen nicht weiter nachgehen können. Die im Verfahren des Wall Crossing informierten Mitarbeiter dürfen die erhaltenen Insiderinformationen natürlich nicht an die Kollegen der eigenen Abteilung weitergeben, es sei denn im Wall-Crossing-Verfahren und nur soweit dies befugt erfolgt.

Schließlich muss zum Zweck der Kontrolle der Chinese Walls unverzüglich eine Meldung an Compliance mit allen relevanten Informationen über das Wall Crossing (wer wurde wann, warum und durch wen über die Chinese Wall geholt?) erfolgen. Die Funktionsfähigkeit der Chinese Walls wird durch die

³⁸⁶ Vgl. SEC 1990, S. 5 ff. Vgl. auch BaFin 1999, Abschnitt 3.3.2

³⁸⁷ Vgl. u. a. Federlin 2004. Federlin bietet eine ausführliche Beschreibung des aktuellen Stands der Diskussion.

³⁸⁸ Vgl. Assmann / Cramer 2003, S. 328, Rd. Nr. 54 ff.

Compliance-Abteilung der Investmentbanken permanent überwacht³⁸⁹. Die dabei eingesetzten Kontrollverfahren werden in Abschnitt 4.7.2 detaillierter behandelt.

Die drei wichtigsten Schritte eines Wall Crossing sind hier noch einmal kurz zusammengefasst:

- (1) Abstimmung mit dem Management des abgebenden Bereichs
- (2) Einweisung der betroffenen Mitarbeiter
- (3) Dokumentation des Wall Crossing

4.4.3 Research als eigenständiger Chinese-Wall-Bereich

Der Researchbereich ist gemäß unserer Unterteilung der Bank ein öffentlicher Bereich, da hier grundsätzlich keine Insiderinformationen genutzt werden³⁹⁰. Andererseits ist unbestritten, dass die Kenntnis über den Inhalt einer Studie wie auch über den Zeitpunkt der bevorstehenden Veröffentlichung einer Studie eine Insiderinformation darstellen kann³⁹¹. Zudem steht der Researchbereich anerkanntermaßen in einem Konfliktpotenzial zu anderen öffentlichen und nichtöffentlichen Funktionen der Bank. Daher werden die Researchabteilungen der Investmentbanken als eigenständiger Chinese-Wall-Bereich geführt³⁹².

Da Researchstudien auf der Grundlage öffentlich bekannter und allgemein zugänglicher Informationen erstellt werden (§ 13 Abs. 2 WpHG)³⁹³, besteht kein Anlass für den Researchbereich, vertrauliche Informationen von anderen Bereichen der Bank oder von untersuchten Emittenten einzuholen. Jedoch sollte es für Analysten statthaft sein, mit anderen Bankmitarbeitern, z. B. einem Händler, öffentlich Sachverhalte, z. B. die Markteinschätzung des Händlers, zu diskutieren. Dabei ist allerdings sehr behutsam vorzugehen.

³⁸⁹ Vgl. u. a. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1062, Rd. Nr. 31 ff.

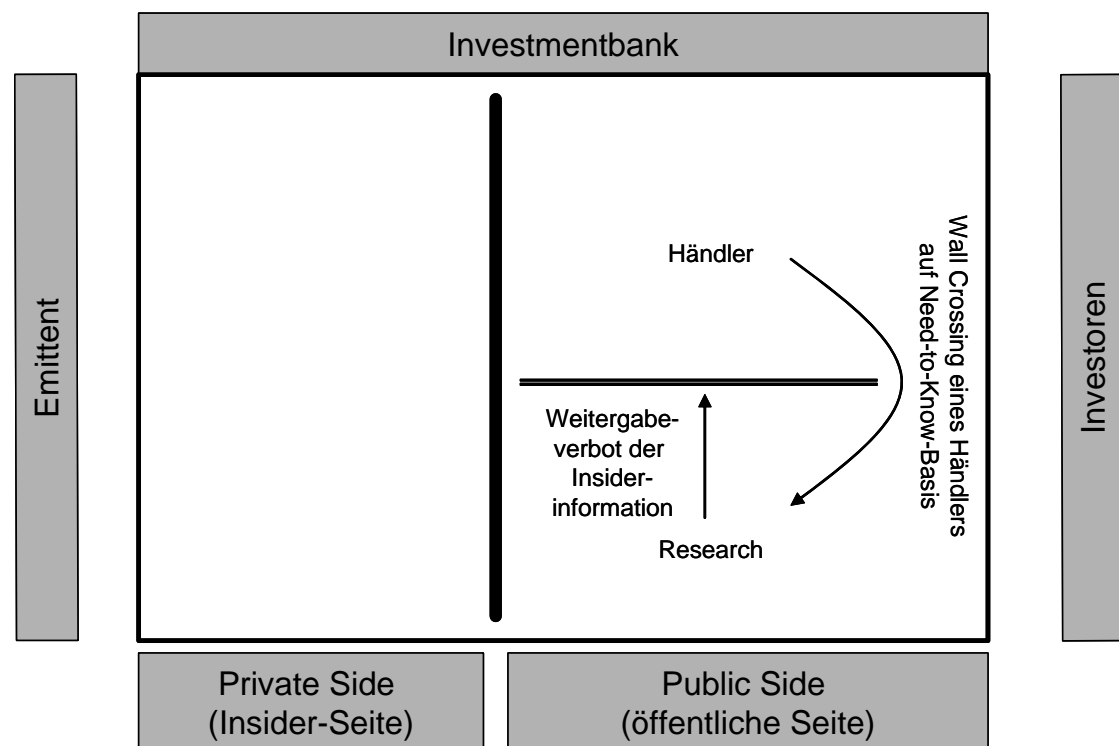
³⁹⁰ Vgl. Assmann, in: Assmann / Schneider 2003, S. 296, Rd. Nr. 73

³⁹¹ Vgl. Assmann, ebenda, S. 296 f., Rd. Nr. 74-75

³⁹² Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.1. Unternehmen mit Researchabteilungen werden als Unternehmen angesehen, die regelmäßig über compliance-relevante Informationen verfügen und daher Vertraulichkeitsbereiche zu schaffen haben, um den Informationsfluss zu kontrollieren und Konflikte abzuschwächen.

Sofern die Gefahr besteht, dass andere Bankmitarbeiter im Rahmen derartiger Gespräche Hinweise über die anstehende Veröffentlichung einer bestimmten Studie erhalten, dürfen die Gespräche nur nach einem Wall Crossing erfolgen. Dies hätte zur Folge, dass z. B. dem Händler der Handel in dem in der Studie untersuchten Wert praktisch unmöglich ist. Dies gilt zumindest so lange, bis die Studie öffentlich ist, da sich der Händler ansonsten dem Vorwurf des „Dealing ahead of Research“ aussetzen würde.

Abbildung 19 – Das Chinese-Wall-Konzept – Wall Crossing eines Händlers in den Analystenbereich



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Compliance-Schulung

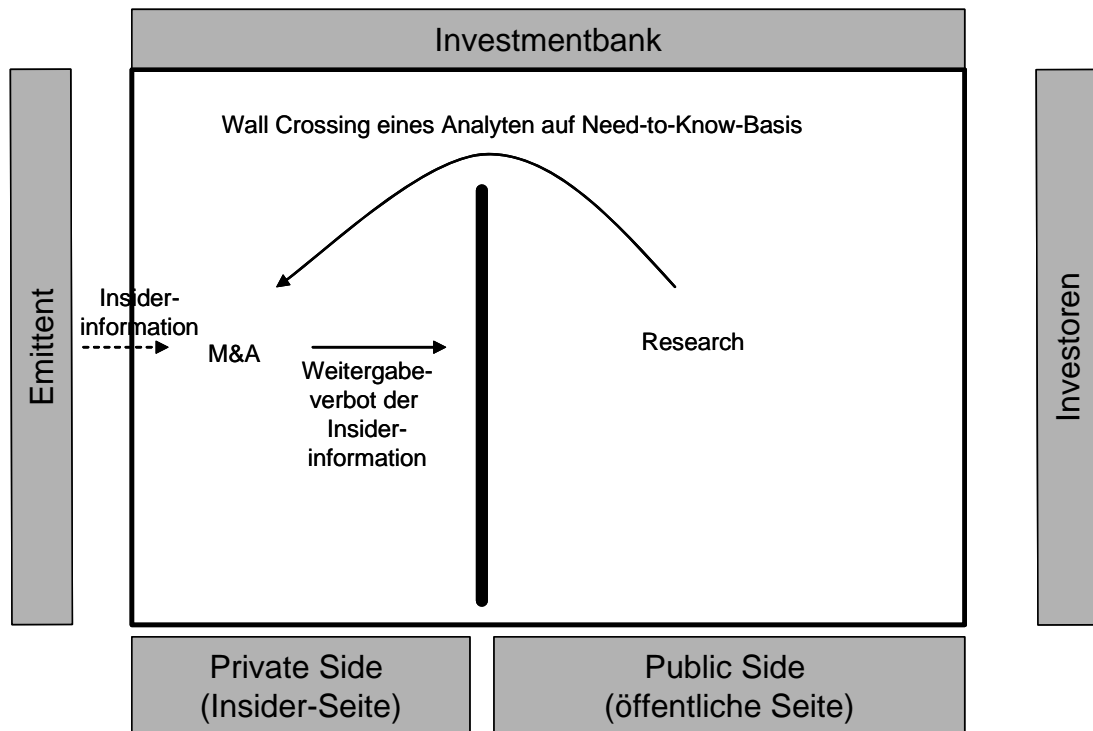
Umgekehrt werden im Rahmen von Transaktionen anderer Geschäftsbereiche Analysten regelmäßig eingeschaltet, um das Know-how der Analysten zu nutzen³⁹⁴. Für den Austausch von anderen Bankbereichen mit dem Researchbereich kamen in der Vergangenheit grundsätzlich folgende Fallgruppen in Frage:

³⁹³ Vgl. Assmann 2003, S. 296 f., § 13 WpHG, Rd. Nr. 73 ff.

- 1) Austausch von fachlicher Expertise (Methodenkenntnisse)
- 2) Austausch von Branchenkenntnissen
- 3) Austausch zu Bewertungsfragen und
- 4) Informationsaustausch mit dem Cross-Selling

Sofern der Analyst im Rahmen dieser Zusammenarbeit vertrauliche oder Insiderinformationen erhalten soll bzw. unbeabsichtigt erhält, ist ein Wall Crossing erforderlich.

Abbildung 20 – Das Chinese-Wall-Konzept – Wall Crossing eines Analysten auf die Private Side



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Compliance-Schulung

4.5 Supervisory Analyst

Bei dem Supervisory Analyst (SA) Review handelt es sich um eine Anforderung der New York Stock Exchange an die Prüfung von Researchstudien, die Kunden oder der Allgemeinheit in den USA zur

³⁹⁴ Vgl. Achleitner 2002, S. 231

Verfügung gestellt werden sollen³⁹⁵. Alle Investmentbanken mit US-Präsenz bzw. mit englischsprachigen Researchstudien lassen dementsprechend ihre Studien vor der Verbreitung durch erfahrene und qualifizierte SAs vor allem auf formelle Richtigkeit (z. B. Eindeutigkeit der Aussagen, Beachtung von Vertriebsbeschränkungen wie Reg S) prüfen und freigeben. Die Prüfungspflicht lässt sich als konkrete Ausprägung der Sorgfaltspflichten bei der ordnungsmäßigen Erstellung von Research klassifizieren. Dem steht in Deutschland das weitgehend angewandte Vier-Augen-Prinzip gegenüber, ggf. ergänzt durch eine Supervisory-Analyst-Überprüfung von Studien in englischer Sprache³⁹⁶.

4.6 Black Out Periods

Black-Out-Perioden³⁹⁷ bezeichnen befristete Zeiträume, in denen Konsortialbanken und ggf. am Verkaufsprozess beteiligte Banken grundsätzlich keine Researchberichte zu den im Verkaufsprozess befindlichen Wertpapieren erstellen und veröffentlichen dürfen.

Ziel der Black-Out-Periode ist es, i) zu verhindern, dass die Banken den Markt mit ihrem Research positiv für den Verkauf bzw. die Platzierung gestalten (Konditionierung des Marktes), ii) aus Sicht des Emittenten zu verhindern, dass die Konsortialbanken während der Verkaufsphase Research veröffentlichen, das nicht im Interesse des Emittenten ist (Interessenkonflikt), und iii) die Bank vor den Vorwürfen der Anleger zu schützen, dass ihre Kaufentscheidung aufgrund des Bankenresearch und nicht aufgrund des Prospektes gestützt war und die Bank somit schadensersatzpflichtig sei (Haftung). Eine gesetzliche Verpflichtung, Black Out Periods in Deutschland zu beachten, gab und gibt es nicht³⁹⁸.

³⁹⁵ Die Anforderung ist in Rule 472 (Communication with the Public) i. V. m. Rule 344 der NYSE definiert.

³⁹⁶ Die Aussage basiert u. a. auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt II

³⁹⁷ Im Gegensatz zu „Black Out Periods“ beziehen sich die sog. „Quiet Periods“ auf die Schweigepflicht der Emittenten aus Anlass von Kapitalmarkttransaktionen. Die Grundüberlegung ist aber im Wesentlichen die gleiche, d. h., sämtliche entscheidungsrelevanten Informationen für den Anleger sind im Prospekt enthalten und nur darauf sollte die Anlageentscheidung basieren. Vgl. u. a. Meyer 2005, S. 237, § 6, Rd. Nr. 106-108

³⁹⁸ Einführend u. a. Meyer 2005, S. 238, § 6, Rd. Nr. 109

Nichtsdestotrotz wurden und werden Black-Out-Perioden in der Praxis in Deutschland eingesetzt. Es handelt sich dann entweder i) um ausdrücklich im Rahmen eines Investmentbankingmandates (z. B. IPO-Mandat) vereinbarte Regelungen zwischen den beteiligten Investmentbanken und dem Kunden oder ii) um die Anwendung von Marktstandards. In beiden Fällen orientieren sich die Zeiträume an den gesetzlichen Vorgaben in den USA, wobei allerdings hinreichend Flexibilität besteht, solange die Erreichung der angestrebten Ziele nicht gefährdet und dies innerhalb des Emissionskonsortiums abgestimmt wird³⁹⁹.

Im Falle einer Mandatsvereinbarung wird oftmals in Form von „Research Guidelines“ vertraglich festgelegt, i) welche Publikationen unter den Researchbegriff fallen, ii) wann Research veröffentlicht werden darf und wann nicht („Black Out Periods“) und iii) welche Aussagen veröffentlichter Research enthalten darf und welche nicht. Alle Researchstudien werden i. d. R. durch die an der Transaktion beteiligten externen Rechtsanwaltskanzleien überprüft und ggf. freigegeben.

Hinsichtlich der Definition von Research fällt auf, dass in den Mandaten von existierenden gesetzlichen Vorschriften abweichende Vereinbarungen hinsichtlich der Definition von Research getroffen werden, die die praktische Überwachung der Einhaltung von „Black Out Periods“ in den Banken weiter erschweren. Darüber hinaus haben sich teilweise Marktusancen für die Verbreitung von Research herausgebildet, die auch ohne ausdrückliche Mandatsvereinbarung zu befolgen sind.

Die Einhaltung der Black Out Periods wird in der Praxis dadurch sichergestellt, dass die Konsortialbanken während des festgelegten Zeitraums kein neues emittentenbezogenes Research erstellen und an die Kunden (Investoren) verteilen und auch andere Zugriffswege auf Researchdatenbanken, z. B. über das Internet, blockiert werden. Die Umsetzung der „Black Out Periods“ erfolgt in Investmentbanken durch die

³⁹⁹ Für eine Darstellung der US-Vorgaben vgl. u. a. Göres 2004, S. 139 f., Schilder 2005, S. 114 f., Strauch 2005, § 10, Rd. Nr. 71

Compliance-Abteilung über den Einsatz von sogenannten „Researchrestriktionen“ auf der „Restricted-Liste“ der Bank. Die Restrikted List kann allerdings erst nach öffentlicher Bekanntgabe („Announcement“) der Transaktion eingesetzt werden, da ansonsten die Gefahr des „Tippings“ bestünde⁴⁰⁰. Wie in Abschnitt 4.7.4.2 näher ausgeführt wird, besteht für Mitarbeiter vor der Erstellung und Verbreitung von Research die Verpflichtung, die Restricted-Liste hinsichtlich bestehender Verbote zu überprüfen.

Ausgenommen vom Verfahren der „Black Out Periods“ sind oftmals regelmäßig erscheinende Researchstudien, die nicht anlassbezogen erstellt wurden, nicht spezifisch auf die Emission eingehen und keine grundsätzlichen Empfehlungsänderungen beinhalten. Der Standard orientiert sich an den entsprechenden US-Regeln für Ausnahmen von Black-Out-Perioden⁴⁰¹.

4.7 Die Aufgabe der Compliance-Abteilung

Spätestens mit der Einführung des WpHG in Deutschland im Jahre 1994 wurden Wertpapierdienstleister i. S. d. § 2 Abs. 4 WpHG dazu verpflichtet, organisatorische Maßnahmen zu ergreifen, die es ihnen ermöglichen, Verstößen gegen die Verpflichtungen des WpHG entgegenzuwirken. Dieser Verpflichtung wurde in den Investmentbanken durch die Einrichtung von Compliance-Abteilungen Rechnung getragen⁴⁰². Investmentbanken richteten Compliance-Abteilungen ein, um eine von den Geschäftsbereichen unabhängige Stelle zu schaffen, die die Einhaltung der relevanten kapitalmarktrechtlichen Gesetze, die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen sowie allgemeine Berufs- und Marktstandards fördert und überwacht⁴⁰³. Mittelbar schützt sich die Bank so vor zivilrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Konsequenzen und damit letztlich auch vor Reputationsschäden⁴⁰⁴.

⁴⁰⁰ Siehe dazu auch Teil IV4.7.4.2

⁴⁰¹ Vgl. U.S. Securities Act Rules 137, 138, 139, 174. Vgl. auch Göres 2004, S. 139

⁴⁰² Vgl. Eisele 2001, S. 3439, § 109, Rd. Nr. 2 ff., vgl. u. a. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1062, Rd. Nr. 31 ff.

⁴⁰³ Vgl. bspw. Eisele 2001, ebenda

⁴⁰⁴ Vgl. u. a. Eisele 2001, S. 3445, § 109, Rd. Nr. 23, vgl. auch Gebauer 2004, S. 507 ff.

Die Compliance-Abteilung ist jedoch nur eine von mehreren Abteilungen, die im Rahmen eines integrierten Risikomanagements zu einer effektiven und effizienten Kontrollumgebung beitragen⁴⁰⁵. Als weitere wichtige Kontrollabteilungen sind das Risikomanagement, das Controlling, die Abwicklungsabteilungen (Operations), die interne Revision und die Rechtsabteilung zu nennen⁴⁰⁶. Die Überwachungsaufgaben der einzelnen Abteilungen orientieren sich dabei in erster Linie an ihren fachlichen Funktionen. Entsprechend kann in Abhängigkeit von der konkreten Organisation der einzelnen Banken die Arbeitsteilung bei der Kontrolle unterschiedlich ausfallen.

4.7.1 Organisation der Compliance-Abteilung

Die Compliance-Organisation ist in globalen Investmentbanken oftmals als Matrix-Organisation⁴⁰⁷ mit den zwei Dimensionen Geschäftsbereich und Region aufgestellt. Entsprechend gibt es häufig für jeden Geschäftsbereich und jede Geschäftsregion einen verantwortlichen Compliance Officer. Berichten diese in erster Linie an einen konzernweiten Leiter Compliance mit einer sekundären Berichtslinie an den globalen Geschäftsbereichsleiter bzw. das regionale Geschäftsmanagement, spricht man von einer zentralen Compliance-Organisation. Sofern die Geschäftsbereiche ihre eigene Compliance-Organisation vorhalten, d. h. die Compliance Officer nur sekundär an den konzernweiten Leiter Compliance berichten, spricht man von einer dezentralen Organisation⁴⁰⁸. Zur Sicherung der Unabhängigkeit in Konzernunternehmen gegenüber den Geschäftseinheiten wird heute im Konzern eine primäre Berichtslinie an den konzernweiten Compliance Officer gefordert⁴⁰⁹.

Ergänzt wird die Compliance-Organisation oftmals durch geschäftsbereichsübergreifende zentrale Compliance-Funktionen, die entweder global agieren (z. B. zentraler Compliance-Trainingsbereich) und als

⁴⁰⁵ Vgl. u. a. Lösler 2005, S. 104 ff.

⁴⁰⁶ Vgl. Eisele 2001, S. 3455, § 109, Rd. Nr. 58

⁴⁰⁷ Einführend zu Matrix-Organisationen vgl. Bühner 1996, S. 146 ff.

⁴⁰⁸ Vgl. auch Eisele 2001, S. 3465, Rd. Nr. 94

Stabsstelle (z. B. globale Richtlinienstelle) an den Leiter Compliance berichten, der seinerseits unmittelbar an die Geschäftsleitung oder andere unabhängige Stabsfunktionen (z. B. Rechtsabteilung, Risikomanagement) berichtet. Laut einer Studie der Unternehmensberatung Ernst & Young berichtet der Leiter Compliance in 60 % der Fälle an den Leiter der Rechtsabteilung der Bank, der dann wiederum an die Geschäftsleitung berichtet. In 30 % der Fälle berichtet Compliance an den verantwortlichen Leiter der Risiko-Management-Abteilung⁴¹⁰.

Eine ausführliche rechtliche Würdigung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben und Anforderungen zur Einrichtung einer Compliance-Stelle in Investmentbanken und insbesondere bei Konzernstrukturen findet sich bei Lösler⁴¹¹.

4.7.2 Das Research Clearing als Sonderfall des Conflict Clearing

In der Praxis wird der Gefahr der Verletzung transaktionsbezogener Interessen mit dem sog. Konfliktmanagement (Conflict Clearing) begegnet. Eine Darstellung des Konfliktmanagements in Banken findet sich bei Eisele⁴¹². Ein Spezialfall des Conflict Clearing bildet das Research Conflict Clearing⁴¹³. Auf beide Verfahren wird im Folgenden eingegangen.

4.7.2.1 Das Verfahren des Conflict Clearing in Investmentbanken

Der Prozess des Konfliktmanagements in Banken sollte die folgenden drei Schritte umfassen⁴¹⁴:

(1) Identifizierung von Konflikten

Investmentbanken nutzen zur Identifizierung von transaktionsbezogenen Interessenkonflikten spezielle interne Konfliktdatenbanken⁴¹⁵, in die alle

⁴⁰⁹ Zur Rechtsstellung des Group Compliance Officer im Konzern vgl. Lösler 2003, S. 301 ff.

⁴¹⁰ Vgl. Ernst & Young: „Compliance Benchmarking“, Oktober 2005, S. 4. Die Statistik beruht allerdings nur auf 10 befragten Firmen.

⁴¹¹ Ausführlich bei Lösler 2003

⁴¹² Vgl. Eisele 2001, S. 3466 f., § 109, Rd. Nr. 103. Vgl. u. a. auch Ehrler 1999

⁴¹³ Vgl. Eisele 2001, S. 3449 f., § 109, Rd. Nr. 41. Vgl. u. a. auch Ehrler 1999

⁴¹⁴ Vgl. u. a. Preusche 2004, S. 175 ff.

relevanten Transaktionen der betroffenen Geschäftsbereiche eingemeldet werden, die potenziell zu Interessenkonflikten führen können (z. B. M&A-Mandate, Finanzierungen, IPOs etc.)⁴¹⁶. Anhand dieser Daten kann die Bank, i. d. R. die Compliance-Abteilung, Konflikte zwischen unterschiedlichen Kunden bzw. zwischen Kunden und der Bank selbst identifizieren.

(2) Einschätzung des Konfliktpotenzials und Eskalation

Im zweiten Schritt werden die identifizierten Konflikte durch qualifizierte Mitarbeiter mit entsprechendem „Supra Chinese Wall“-Status⁴¹⁷, z. B. in Compliance, hinsichtlich des Konfliktpotenzials näher untersucht. Erfordert die konkrete Konfliktsituation eine Entscheidung hinsichtlich des weiteren Vorgehens, wird der Konflikt an die den konfligierenden Geschäftsbereichen übergeordnete Managementebene, die „Supra Chinese Wall“ sind, zur Entscheidung vorgelegt. Dabei ist zu beachten, dass die Information bezüglich des Konfliktes den Mitarbeitern der konfligierenden Bereiche selbst nicht zur Kenntnis gebracht werden darf⁴¹⁸.

(3) Entscheidung über den Umgang mit dem Interessenkonflikt

Die Entscheidung hinsichtlich des richtigen Umgangs mit dem Interessenkonflikt muss sich in erster Linie an der Wahrung der Kundeninteressen orientieren⁴¹⁹. Dies bedeutet jedoch nicht, dass – insofern Eigeninteressen der Bank betroffen sind – es in jedem Fall zu einem Verzicht der Bank auf die Transaktion führen muss.

⁴¹⁵ Vgl. u. a. Preusche 2004, S. 182. Hier wird allerdings der Begriff Interessenkonfliktliste benutzt.

⁴¹⁶ Vgl. Eisele 2001, S. 3446, Rd. Nr. 24

⁴¹⁷ Man bezeichnet Personen als „über der Mauer (Supra Chinese Wall)“, sofern sie befugten Einblick in die Geschäftsaktivitäten zweier oder mehrerer durch eine Chinese Wall getrennte Bereiche haben. Dies ist regelmäßig der Vorstand, aber auch Bereichsverantwortliche auf niedriger Hierarchiestufe wie auch Compliance und andere Stabsbereiche.

⁴¹⁸ Vgl. u. a. Preusche 2004, S. 187 f.

⁴¹⁹ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 946, § 31 Abs. 1 Nr. 1, Rd. Nr. 26 ff.

Die Banken haben im Rahmen des Konfliktmanagements einige grundlegende Konfliktvermeidungs- bzw. -lösungsstrategien entwickelt, die in der Praxis oft kombiniert werden⁴²⁰:

(i) Priorisierung oder Gleichbehandlung

Die Interessen der Kunden werden dadurch gewahrt, dass eine zeitliche Priorisierung der konfligierenden Transaktionen erfolgt⁴²¹.

(ii) Separierung

Die Interessen des Kunden bzw. der Kunden werden dadurch gewahrt, dass die den Kundenauftrag betreffenden Aktivitäten der Bank von den anderen (Kunden-)Aktivitäten der Bank separiert werden (Chinese Walls). Damit wird sichergestellt, dass keine vertraulichen Informationen ausgetauscht werden können⁴²².

(iii) Offenlegung

Dem Kunden wird offen gelegt, dass die Bank im Auftrag weiterer Kunden bzw. mit eigenem Interesse an einer Transaktion beteiligt ist. Sofern der Kunde keine Einwände hat, können die anderen Aktivitäten weitergeführt werden⁴²³.

(iv) Enthaltung

Die Bank entscheidet, nur einen von mehreren konfligierenden Kundenaufträgen zu begleiten bzw. sich eigener Bankaktivitäten zu enthalten⁴²⁴.

⁴²⁰ Vgl. Hopt 1991, S. 318 ff., vgl. auch Eisele 2001, S. 3445, Rd. Nr. 22

⁴²¹ Vgl. u. a. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 958 f., Rd. Nr. 49-50

⁴²² Vgl. u. a. Koller, ebenda, S. 956, Rd. Nr. 46

⁴²³ Vgl. u. a. Koller, ebenda, S. 953 ff., Rd. Nr. 40-45

⁴²⁴ Vgl. u. a. Koller, ebenda, S. 959, Rd. Nr. 51

Die endgültige Entscheidung bezüglich des Vorgehens bei einem konkreten Interessenkonflikt ist, wie beschrieben, auf übergeordneter Managementebene unter Abwägung der mit den Handlungsalternativen verbundenen Risiken (Haftungsrisiken, Reputationsrisiken, Geschäftsrisiken) und Chancen im Rahmen der maßgeblichen Gesetze und Regeln zu treffen⁴²⁵.

4.7.2.2 Das Verfahren des Research Clearing in Investmentbanken

Das Research Clearing erfolgt mit dem Ziel, Situationen im Zusammenhang mit der Verbreitung von Research zu identifizieren, die als Verstoß gegen geltende Regeln oder von einzelnen Kunden oder vom Kapitalmarkt als Interessenkonflikte mit besonderem Gefahrenpotenzial aufgefasst werden könnten.

Investmentbanken sind im Rahmen von Beratungs- und Finanzierungs-Mandaten bzw. aus Eigeninteresse an einer Vielzahl von Transaktionen beteiligt und können daher häufig in Konfliktlagen geraten bzw. Zugang zu Insiderinformationen erhalten⁴²⁶.

Zur Vermeidung von daraus möglicherweise resultierenden Konflikten sowie zum Schutz der Unabhängigkeit von Research sind Researchabteilungen mittels Chinese Walls wirksam vom Rest der Investmentbank abzuschotten. Trotz dieses besonderen Schutzes kann es Situationen geben, die eine legitime Entscheidung der Bank erfordern, ob eine Researchstudie im Einzelfall veröffentlicht werden soll oder nicht bzw. ob die Studie nur nach Überarbeitung veröffentlicht werden kann.

Zum einen kann die Veröffentlichung von Research gegen gesetzliche oder regulatorische Vorgaben verstoßen und muss daher gestoppt werden. Dies ist im Fall von vorgeschriebenen Black Out Perioden der Fall. Die zweite Kategorie umfasst Situationen, in denen sich die Bank aufgrund von vertraglichen Verpflichtungen genötigt sieht, die Veröffentlichung von

⁴²⁵ Vgl. Eisele 2001, S. 3445, § 109, Rd. Nr. 23

⁴²⁶ Vgl. SEC 1990, S. 13 f.

Research zu unterbinden, um nicht entgegen den Interessen ihres Kunden zu verstoßen. Dies kann beispielsweise der Fall bei M&A-Beratungsmandaten oder Kapitalmaßnahmen sein, sofern hier mit dem Emittenten eine entsprechende explizite Vereinbarung getroffen wurde oder sich die Interessewahrungspflicht und damit die Notwendigkeit der Einschränkung der Researchverbreitung implizit aus dem Vertragsverhältnis ergibt. Die dritte und letzte Kategorie umfasst die Fälle, in der die Bank sich trotz Unabhängigkeit der Researchabteilung und funktionierender Chinese Walls zum Schutz ihrer Reputation entscheidet, die Verteilung von Research zu beschränken. Dies kann in den folgenden Fällen sinnvoll erscheinen. Die Researchabteilung veröffentlicht, basierend auf öffentlichen Informationen, eine Researchstudie, deren Aussagen i) den innerhalb der Bank vorliegenden nichtöffentlichen Informationen in wesentlichen Teilen widersprechen⁴²⁷, ii) die in der Bank vorliegenden nichtöffentlichen Informationen scheinbar ausnutzen (z. B. eine Übernahme als wahrscheinlich ansieht, wenn die Investmentbank tatsächlich ein Übernahmeberatungsmandat besitzt und dies nichtöffentlich ist) oder iii) eine durch die Bank betreute Transaktion scheinbar fördern.

Im ersten Fall gilt es zu vermeiden, dass sich die Bank einem ggf. möglichen zivilrechtlichen Haftungsrisiko wegen Verbreitung „erkennbar falscher“ Researchempfehlungen an ihre Kunden wider besseres Wissen bzw. dem Vorwurf der Marktmanipulation aussetzt. Im zweiten Fall geht es darum, dem unberechtigten Vorwurf der Ausnutzung von Insiderinformationen vorzubeugen. Dies kann erforderlich sein, da die Errichtung und Beachtung von Chinese Walls zwar aufsichtsrechtlich gefordert ist, im konkreten Fall jedoch Unklarheit darüber besteht, ob die konkreten Chinese-Wall-Maßnahmen auch tatsächlich vor Gericht Bestand haben⁴²⁸. Aus diesem Grund muss die Möglichkeit der Einstellung der Researchstudie in Betracht gezogen werden, sofern eine zu starke zufällige Übereinstimmung der Researchanalyse mit den nichtöffentlichen Fakten vorliegt. Im dritten Fall gilt

⁴²⁷ Vgl. SEC 1990, S. 13 f.: „The majority of the firms reported that research reports are routinely pulled, or at least delayed, when the compliance or investment banking department, by virtue of its knowledge of confidential information, determines that the research recommendation is damaging or incorrect.”

⁴²⁸ Zur Schutzwirkung und ihren Grenzen vgl. u. a. Hopt 2002, S. 367 ff.

es, den Vorwurf der Marktmanipulation seitens Dritter (z. B. Wettbewerber, Anleger), und sei es auch nur dem Anschein nach, abzuwehren.

In allen drei Fällen besteht ein erhebliches Reputationsrisiko für die Bank. Dies liegt vor allem daran, dass es keine Gewähr für Investmentbanken gibt, dass die Kunden bzw. der Kapitalmarkt dem Konzept der Chinese Walls als Instrument zur Kontrolle und Steuerung in arbeitsteiligen Instituten Glauben schenken, ob die Aufsicht die Wirksamkeit der Vorkehrungen anerkennt und ob insbesondere das Instrument vor den Gerichten Bestand hätte.

Der Prozess des Research Clearing erfordert im Gegensatz zum Review durch die Supervisory-Analysten, dass alle zu veröffentlichenden Researchberichte vor der Veröffentlichung mit den in der Bank vorhandenen Insiderinformationen und ggf. mit darüber hinausgehenden relevanten nichtöffentlichen Transaktionen abgeglichen werden.

Die Aufgabenverteilung und die einzelnen Schritte des Research Clearing können von Haus zu Haus durchaus voneinander abweichen. Jedoch sollten die folgenden Schritte im Wesentlichen immer befolgt werden, sobald eine Researchstudie erstellt ist und zur Verbreitung ansteht:

- (1) Identifizierung der im Researchbericht erwähnten Wertpapiere, Derivate und Gesellschaften durch die Researchabteilung (u. U. auch durch den Supervisory-Analysten oder Compliance)
- (2) Abgleich dieser Wertpapiere, Derivate und Gesellschaften mit den Einträgen in der Compliance Restricted und Watch List und ggf. mit dem Conflict-Clearing-System der Bank (entweder durch den Supervisory-Analysten oder Compliance)
- (3) Bei einem Hit, d. h. einem Eintrag in der Watch List oder im Conflict-Clearing-System zu den Wertpapieren, Derivaten oder Gesellschaften, werden die Aussagen im Researchreport gegen die Transaktionsdaten in der Watch List und im Conflict-Clearing-System abgeglichen. Der Abgleich

sollte aufgrund der sensiblen Natur der Watch-List-Daten durch Compliance erfolgen. Bei Einträgen in der Restricted List, die die Researchverbreitung verbieten, wird das Research im Rahmen des Research Clearing gestoppt.

(4) Liegt nach dem Abgleich der vorliegenden Informationen (Aussage des Researchreports und der Watch List bzw. des Conflict-Clearing-Systems) eine der drei oben geschilderten Situationen vor – was nicht zwangsläufig der Fall sein muss –, gibt es drei Möglichkeiten, im Rahmen des Research Clearing weiter zu verfahren:

- (i) Der Researchbericht wird gestoppt und nicht freigegeben.
- (ii) Dem Analysten wird erlaubt, das Research zu veröffentlichen, aber nur, wenn die relevante Passage des Researchberichts gestrichen bzw. „entschärft“ wird; hierbei ist sicherzustellen, dass der Analyst keine Kenntnis über die nichtöffentlichen Informationen erlangt.
- (iii) Der Researchbericht wird unverändert, ggf. verzögert freigegeben, d. h. unter Inkaufnahme der oben beschriebenen Risiken.

In allen drei Fällen ist darauf zu achten, dass der Analyst nicht durch den Clearing-Prozess selbst zum Insider wird. Dies kann passieren, wenn die Gründe für die Änderungen, die Verzögerung bzw. das Stoppen direkt oder indirekt weitergegeben werden. Hier ist besondere Sorgfalt durch die Compliance-Abteilung gefordert und in Fall eins u. U. ein Wall Crossing des Analysten erforderlich⁴²⁹.

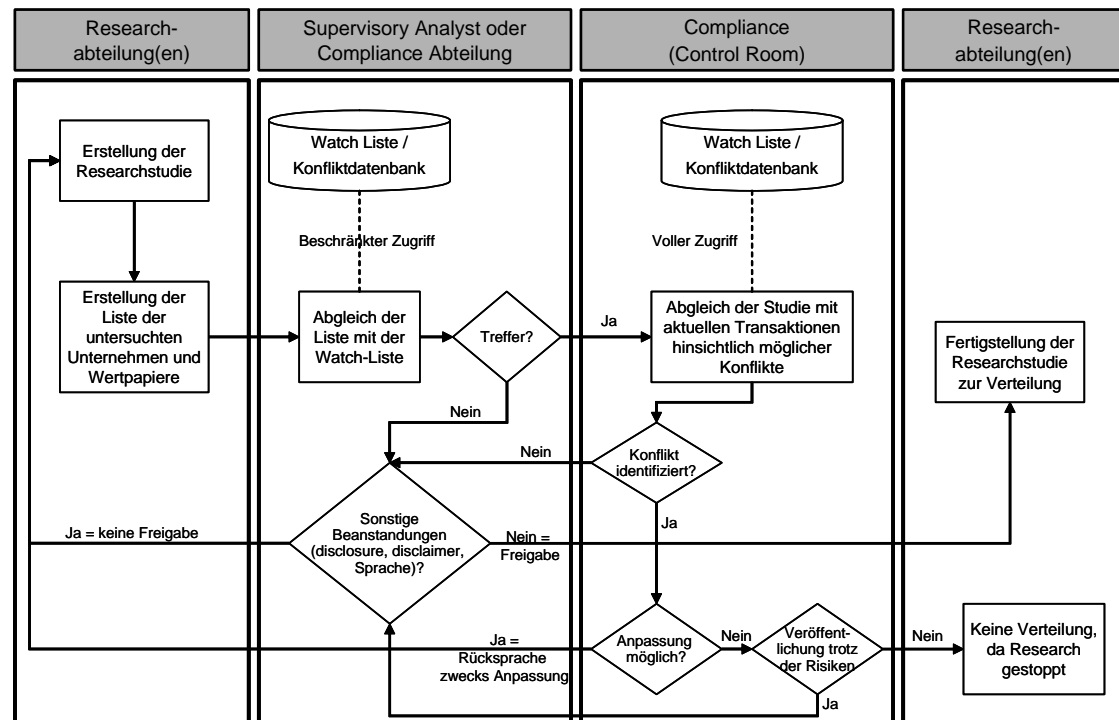
Aufgrund der Vielfalt der möglichen Konfliktkonstellationen und Einflussfaktoren auf die Entscheidung der Bank, ist es nicht möglich a priori festzulegen, wie in welchen Situationen zu entscheiden ist.

⁴²⁹ Vgl. u. a. SEC 1990, S. 13 f.: „Preventing the release of a report without tipping either the research analyst or the investing audience presents obvious concerns. Firms noted that they attempt initially an informal approach by delaying the report, without explanation either to the analyst or the public. Given the limitations of this approach, firms generally will ultimately bring the analyst over the wall, and remove the analyst from public accessibility or instruct him or her to give neutral responses to public inquiries.“

Zusätzlich kann im Zuge des Research Clearing neben der inhaltlichen Prüfung auch noch eine formelle Überprüfung der für eine vollständige Researchstudie erforderlichen Haftungsausschlussklauseln (Disclaimer) sowie der korrekten Offenlegung möglicher Interessenkonflikte (Disclosure) durch Compliance vorgenommen werden; dies kann jedoch auch durch den Supervisory Analyst erfolgen.

Die folgende Abbildung stellt den Prozess des Research Clearing nochmals grafisch dar.

Abbildung 21 – Researchclearingprozess inklusive Freigabe durch den Supervisory Analyst



Quelle: Eigene Darstellung

Erst wenn der Researchclearingprozess als letzter Teilschritt des Qualitätssicherungsprozesses erfolgreich abgeschlossen wurde, kann der Researchbericht wie in Abschnitt 3.4 beschrieben verbreitet werden.

4.7.3 Schulungsmaßnahmen

Die Schulung der betroffenen Bankmitarbeiter (Analysten, Investmentbanker etc.) zu den für sie maßgeblichen Regeln und Prozesse ist eine der wichtigsten Maßnahmen überhaupt⁴³⁰. Den Banken kann es nur gelingen, die Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research zu kontrollieren, wenn die Mitarbeiter i) Kenntnis von den aktuellen Regeln haben, ii) diese Regeln und deren Sinn und Zweck verstanden haben und iii) die Regeln bei der täglichen Arbeit beachten. Entsprechendes Training muss daher die anderen ablauf- und aufbauorganisatorischen Maßnahmen flankieren⁴³¹.

Diese spezielle Trainingsaufgabe wird in Investmentbanken oftmals von der Compliance-Abteilung übernommen. Dazu ist durch Compliance gemeinsam mit den betroffenen Bereichen ein umfassendes und effektives Trainingskonzept zu erarbeiten und umzusetzen. Die regelmäßige Teilnahme an Trainingsmaßnahmen ist entsprechend genau zu dokumentieren, da nur so der Geschäftsleitung ein Bericht über den Umfang der Trainingsmaßnahmen zugänglich gemacht und gleichzeitig der Nachweis gegenüber Dritten erbracht werden kann. Letzteres kann für den Nachweis der ordnungsmäßigen Organisation des Geschäftsbetriebs Bedeutung erlangen.

4.7.4 Compliance-Monitoring

Die Einhaltung der Standards für die Erstellung und Verbreitung von Research kann nur teilweise unmittelbar durch entsprechende Organisationsformen und Abläufe sichergestellt werden. Einige Standards lassen sich nicht, andere nur partiell über organisatorische Maßnahmen durchsetzen. Umso wichtiger ist im Sinne einer standardkonformen Researcherstellung und -verbreitung die Einrichtung eines ergänzenden Monitoringprozesses mit dem Ziel, die Einhaltung aller Standards zu überwachen⁴³². Die Überwachung sollte sich i) auf die laufende Einhaltung

⁴³⁰ Vgl. u. a. NASD 1991, S. 3 f.

⁴³¹ Vgl. bspw. Koller, in Assmann / Schneider 2003, S. 1058, Rd. Nr. 23

⁴³² Vgl. bspw. Eisele 2001, S. 3465 ff.

der Sorgfaltspflichten und ii) auf die Einhaltung der Organisationspflichten richten.

In der Praxis werden die Compliance-Risiken mittels eines Monitoring-Mix aus unterschiedlichen Kontrollverfahren überwacht, der die Besonderheiten und Möglichkeiten der einzelnen Häuser berücksichtigt.

4.7.4.1 Watch-List-Monitoring

Bei der Watch List oder Beobachtungsliste⁴³³ handelt es sich um eine streng vertrauliche interne Liste der Investmentbanken mit nichtöffentlichen Informationen zu Emittenten und ggf. deren Wertpapieren, die in ihrer Gesamtheit nur ausgewählten Compliance-Mitarbeitern der Bank zugänglich ist. In dieser Liste werden alle Insiderinformationen gesammelt, die die Bankmitarbeiter im Rahmen ihrer beruflichen Tätigkeit erhalten⁴³⁴. Die Liste enthält in der Regel neben dem Namen des Emittenten Informationen über die Art der Insiderinformation, die involvierten Personen, den Zeitpunkt der Aufnahme und ggf. die Änderung der Information und des Personenkreises. Es ist Aufgabe der einzelnen Geschäftsbereiche bzw. von deren Mitarbeitern, Insiderinformationen, wenn diese anfallen, unverzüglich an die Compliance-Abteilung zur Aufnahme in die Watch List zu melden⁴³⁵.

Mittels des sog. Watch-List-Monitoring kann überwacht werden, ob die der Watch List gemeldeten Insiderinformationen (z. B. die anstehende Veröffentlichung einer Researchstudie) unerlaubterweise an andere Bereiche oder Mitarbeiter der Bank weitergegeben wurden oder ob informierte Mitarbeiter oder Bereiche aufgrund der Insiderinformationen Geschäfte tätigen oder Empfehlungen abgeben⁴³⁶. Ersteres wurde vor dem Jahr 2001 nur über den Umweg der Beobachtung der Geschäfte anderer Bereiche oder Mitarbeiter überwacht, da die Weitergabe der Information selbst nicht ohne

⁴³³ Vgl. auch SEC 1990, S. 14 ff. Siehe auch Teil IV1.4.3 für die rechtlichen Grundlagen

⁴³⁴ Vgl. bspw. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1060 f., Rd. Nr. 29

⁴³⁵ Vgl. u. a. Eisele 2001, S. 3462 f., Rd. Nr. 85, 86

⁴³⁶ Vgl. auch SEC 1990, S. 14 ff.

Weiteres beobachtbar war⁴³⁷. Das Monitoring erfolgt i. d. R. in Form eines automatisierten Abgleichs aller Mitarbeitergeschäfte, Eigenhandelsgeschäfte und Kundengeschäfte mit den auf der Watch List verzeichneten Insiderinformationen (und ggf. weiteren vertraulichen Informationen). Das Watch-List-Monitoring ist somit das wichtigste Instrument zur Überwachung der Funktionsfähigkeit der Chinese Walls⁴³⁸ und des Verbots des Insiderhandels⁴³⁹.

4.7.4.2 Restricted-List-Monitoring

Bei der Restricted List, die auch als Verbotsliste bezeichnet wird, handelt es sich um eine bankintern veröffentlichte Liste⁴⁴⁰. Diese enthält je aufgenommenen Emittenten abgestufte Restriktionen für unterschiedliche Adressaten innerhalb der Bank. Dies können die einzelnen Mitarbeiter (so genannte Mitarbeiterrestriktion), aber auch Geschäftsbereiche bzw. Tätigkeitsbereiche sein (z. B. kein Eigenhandel, keine Beratung, kein Research etc.). Da die Liste intern veröffentlicht wird, können nur Restriktionen zu öffentlich bekannten Transaktionen zu einer Aufnahme des entsprechenden Emittenten in die Restricted List führen⁴⁴¹.

Die Restricted List dient im Zusammenhang mit Research der Durchsetzung von Black-Out-Perioden, die aus Investmentbankingmandaten resultieren können. Entsprechend erstreckt sich das Restricted-List-Monitoring auf die Überwachung der Einhaltung der Researchrestriktionen. Dies geschieht als Teil des Research Clearing, sofern die Restriktion bei der Researcherstellung einmal übersehen worden sein sollte oder das Wertpapier nach Beginn der Researcherstellung neu in die Restricted List aufgenommen wurde.

Daneben werden die Mitarbeitergeschäfte der Analysten wie die Geschäfte aller anderen Mitarbeiter u. a. nach Maßgabe der Mitarbeiterleitsätze der

⁴³⁷ Vgl. u. a. Eisele 2001, S. 3466, Rd. Nr. 98-101, vgl. auch die Ausführungen zum E-Mail-Monitoring in Teil V5.8.6

⁴³⁸ Vgl. auch SEC 1990, S. 14 ff.

⁴³⁹ Vgl. u. a. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, ebenda

⁴⁴⁰ Vgl. SEC 1990, S. 17 ff., vgl. auch BaFin 1999. Die Organisationsrichtlinie nennt in § 3.3.3.2. die Sperrliste (Restricted List) als geeignete organisatorische Maßnahme zur Überwachung der Weitergabe von compliance-relevanten Informationen.

⁴⁴¹ Vgl. bspw. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1061 f., Rd. Nr. 30

BaFin⁴⁴² dem Restricted-List-Monitoring unterzogen. Dies ist jedoch nicht researchspezifisch.

4.8 Die Aufgabe der Personalabteilung

Der Personalabteilung kommt in jedem Unternehmen wesentliche Bedeutung im Rahmen der richtigen Personalauswahl und Vertragsgestaltung zu⁴⁴³. Bei der Einstellung von Analysten hat die Personalabteilung in Zusammenarbeit mit dem Linienmanagement der Researchabteilung entscheidenden Einfluss auf die Auswahl integrier und zuverlässiger Mitarbeiter für die Researchabteilung. Gemäß der Agency-Theorie bieten die Einstellung und die Vertragsverhandlung eine der wenigen Möglichkeiten, die Motivation (Nutzenfunktion) eines Mitarbeiters mittels „Screening“ zu ermitteln⁴⁴⁴.

Darüber hinaus wurden in Kreditinstituten und bei Wertpapierdienstleistern in Deutschland bereits vor dem Jahr 2000 besondere Compliance-Verhaltensrichtlinien für alle Mitarbeiter erlassen und mittels arbeitsrechtlicher Vereinbarungen verbindlich gestaltet⁴⁴⁵. Ein wesentlicher Bestandteil der Compliance-Verhaltensregeln der Banken sind insbesondere unternehmensspezifische Umsetzungen der Mitarbeiterleitsätze⁴⁴⁶ der BaFin, die ebenfalls grundlegende Vorgaben für den Umgang mit Interessenkonflikten in Banken enthalten.

⁴⁴² Vgl. BaFin 2000

⁴⁴³ Vgl. u. a. Scholz 1994, S. 317 ff.

⁴⁴⁴ Vgl. Jost 2001, S. 397 f.

⁴⁴⁵ Ausführlich bei Mahnhold 2003, S. 134 ff.

⁴⁴⁶ Vgl. BaFin 2000

Teil V Die Situation der Finanzanalysten in Investmentbanken nach dem Aktiencrash im Jahr 2000

1 Auslöser der aktuellen Diskussion zur Rolle der Finanzanalysten

Der weltweite Einbruch der Aktienmärkte – beginnend im Frühjahr und Sommer des Jahres 2000⁴⁴⁷ – sowie die Bilanzskandale im Jahr 2002⁴⁴⁸ katapultierten Finanzanalysten, ihre Rolle am Kapitalmarkt sowie die Interessenkonflikte, denen sie ausgesetzt sein können, ins Blickfeld der Öffentlichkeit⁴⁴⁹. Seither ist das Empfehlungsverhalten von Finanzanalysten nicht nur Gegenstand der öffentlichen Diskussion⁴⁵⁰, sondern auch Gegenstand von Untersuchungen der Aufsichtsbehörden⁴⁵¹, führte zu bedeutsamen außergerichtlichen Vergleichen⁴⁵² und fand seinen Niederschlag in zahlreichen neuen Regulierungsvorhaben⁴⁵³. Dabei wurde die große Mehrzahl der konkret beobachteten Verfehlungen von Analysten in den USA bekannt⁴⁵⁴.

Kritisiert wurde und wird dabei in erster Linie die mangelnde Objektivität von Researchstudien, die von Sell-Side-Analysten erstellt werden. Diese Diskussion wird im Kontext der Entwicklung der Aktienmärkte in den neunziger Jahren verständlich. Die Anleger konnten zu Beginn des Jahres 2000 auf eine fulminante Aktienmarktrallye an den weltweit wichtigen Aktienmärkten zurückblicken, die bereits seit Mitte der 90er Jahre andauerte.

⁴⁴⁷ Vgl. bspw. Sommer: „Nach der Blase ist vor der Blase“, in: Handelsblatt, S. 2 f., 04.03.2005

⁴⁴⁸ Vgl. Hopt: „Ein Debakel à la Enron ist auch in Deutschland denkbar“, in: Handelsblatt, 21.02.2002, S. 8

⁴⁴⁹ Vgl. bspw. Kuckelkorn: „Jüngste Kursgewinne verheißen wenig Gutes – Unmut über die Zunft der Analysten wächst – Window-Dressing der Investmentfonds – Salomon Smith Barney-Analyst gerät ins Kreuzfeuer der Kritik“, in: Börsen-Zeitung, 02.07.2002

⁴⁵⁰ Vgl. bspw. Gebauer: „Analystenregeln als Beitrag zur Verbesserung der Kapitalmarktbedingungen“, in: Börsen-Zeitung, 30.11.2001, S. 3

⁴⁵¹ Vgl. u. a. Gasparino / Raghavan / Blumenstein: „Investigators Looking Into Citigroup Have an Ally in Grubman“, in: The Wall Street Journal Europe, 10.10.2002, S. 1. Vgl. auch den Fall von Henry Blodget in Merrill Lynch, bspw. in: Financial Times: „Wall St. analysts probe extends to more banks“, 10.04.2002, S. 14

⁴⁵² Das Global Settlement als herausragendes Beispiel wird in Teil V2.2.3 vorgestellt. Vgl. auch o. A.: „Geprellte Anleger gehen mit Analysten ins Gericht – Schadenersatzklagen gegen Morgan Stanley und einstige ‚Königsmacherin‘ Mary Meaker eingereicht“, 03.08.2001, <http://www.welt.de/daten/2001/08/03/0803fi272172.htm>

⁴⁵³ Die wichtigsten Vorhaben für die USA und Deutschland werden in Teil V2 vorgestellt.

⁴⁵⁴ Die spektakulären Fälle sind insbesondere das Merrill Lynch Settlement, das Global Settlement und das Citigroup/Jack Grubman Settlement. Diese Auffassung wird u. a. auch von der FSA vertreten, vgl. FSA 2002, S. 1, 1.2. ff. Vgl. auch den Fall von Henry Blodget in Merrill Lynch, in: Financial Times: „Wall St. analysts probe extends to more banks“, 10.04.2002, S. 14

So konnte der Dax 30 als Index der größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland, ausgehend von einem Indexstand am 1. Januar 1997 von 2880 Punkten bis zum Höchststand am 7. März 2000 von 8065 Punkten, einen Anstieg um 180 % verzeichnen⁴⁵⁵. In den Schatten gestellt wurde die Entwicklung der Standardwerte noch durch den Kursanstieg der New-Economy-Unternehmen. So konnte im Zeitraum vom 10. März 1997 bis 10. März 2000 der NEMAX 50 einen Indexanstieg um ca. 1600 % verzeichnen⁴⁵⁶.

Dabei wurde die Kursrallye der Aktienmärkte in Schnelligkeit und Ausmaß noch durch den Rückgang der Aktienkurse im Zeitraum Sommer 2000 bis Frühjahr 2003 übertroffen. So fiel der Dax 30 von 8065 Punkten auf 2203 Punkte, was einem Rückgang von ca. 73 % entspricht. Der NEMAX 50 verlor im gleichen Zeitraum ca. 97 % (von 9632 Punkten auf 310 Punkte) seines Wertes⁴⁵⁷.

Diese für die Kapitalmärkte dramatische Entwicklung – 2003 war in Deutschland das erste Jahr seit 1968, in dem kein einziges Unternehmen neu an die Börse ging⁴⁵⁸ – führte schnell zur Suche nach den Auslösern für die übermäßige Abweichung zwischen Finanz- und Realwirtschaft. So traten die lange vernachlässigten fundamentalen Unternehmenskennzahlen wieder ins Bewusstsein der Anleger und Analysten. Dabei war hinlänglich bekannt, dass die meisten der New-Economy-Unternehmen seit ihrer Gründung bis in den Sommer 2000 hinein keinerlei Gewinne erwirtschaftet hatten. Dessen ungeachtet hatten sie Marktbewertungen erzielt, die oftmals über denjenigen der Blue-Ship-Unternehmen lagen. Als Ursachen für die Entstehung der Kursblase und den anschließenden Verfall der Kurse können folgende wesentliche Faktoren genannt werden⁴⁵⁹.

(1) Entwicklung neuer Technologien (Internet, Biotechnologie, Mobilfunk etc.)

⁴⁵⁵ Eigene Recherche

⁴⁵⁶ Vgl. Sommer, U.: „Nach der Blase ist vor der Blase“, in: Handelsblatt, 04.03.2005, S. 2 f.

⁴⁵⁷ Eigene Recherche

⁴⁵⁸ Vgl. Deutsches Aktieninstitut: Jahresbericht 2003, S. 6, www.dai.de

⁴⁵⁹ Vgl. u. a. Lüpertz / Wetzels 2001, S. 161 ff., die eine Reihe der Faktoren für Internetaktien aufzeigen. Vgl. auch Beguelin: „Risiken und nebenwirkungen der New Economy. Alter Wein in neuen Schläuchen? Ein Plädoyer für die Old Economy aus Sicht der volkswirtschaftlichen Theorie“, in: Financial Times Deutschland, 13.06.2000

- (2) mangelnde verlässliche Analyseansätze zur Bewertung von cashflow-armen und gewinnlosen Unternehmen, deren Erträge erst für die Zukunft prognostiziert werden
- (3) historischer Bonus nach dem Zusammenbruch der osteuropäischen Länder und die Hoffnung auf einen sich weltweit entwickelnden prosperierenden Handel (sog. „Friedensdividende“)
- (4) Entdeckung der Aktie als Anlageform durch neue Anleger (z. B. Telekom-Aktie als Volksaktie)⁴⁶⁰
- (5) Einbahnstraßendenken und Herdentrieb der Anleger und Analysten
- (6) stabile Inflation

Retrospektiv betrachtet war eine Kurskorrektur der Aktienmärkte vorhersehbar, da einige der Entstehungsgründe der Kursblase zwischenzeitlich wegfielen. Die Korrektur wurde allerdings durch folgende Entwicklungen beschleunigt:

- (1) das längerfristige Ausbleiben der prognostizierten Gewinne
- (2) externe Schocks wie der Irakkrieg
- (3) Offenbarwerden mangelhafter Corporate Governance und Kontrolle der Rechnungslegung durch aufgedeckte Bilanzmanipulationen, u. a. bei Enron und Worldcom
- (4) Enthüllungen über das Zustandekommen von einzelnen nichtobjektiven Aktienempfehlungen der Investmentbanken
- (5) ein allgemeiner Vertrauensverlust der Anleger in die Informationseffizienz des Kapitalmarktes

Die Berufsgruppen, die für die Entstehung der Aktienblase verantwortlich gemacht wurden, waren in der Öffentlichkeit schnell ausgemacht. So wurden vor allem die Finanzanalysten mit ihren zu optimistischen Kurszielen und Kaufempfehlungen⁴⁶¹ sowie die Wirtschaftsprüfer der börsennotierten Unternehmen an den Pranger gestellt.

⁴⁶⁰ Vgl. u. a. Breuer 2002, S. 20

⁴⁶¹ Vgl. u. a. Hoymann, Guido / Pieper, Jürgen: „Unmittelbar und eindeutig agieren – Lokale Marktkennntnis und Unabhängigkeit sind die Basis für fundierte und objektive Aktienanalyse“, in: Börsen-Zeitung (Sonderbeilage „Aktienanalysten Award“), 03.06.2004

2 Änderungen der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen

Die Entwicklungen an den Aktienmärkten und die sich anschließenden Enthüllungen führten mit geringer zeitlicher Verzögerung zu weitreichenden regulatorischen Maßnahmen auf Seiten der an der Regulierung beteiligten Institutionen. So wurden seit dem Jahr 2000 in vielen Ländern neue Gesetze, Regeln und Standards erlassen mit dem Ziel, die Unabhängigkeit und Integrität von Finanzanalysten zu fördern.

Einen umfassenden Überblick über die unterschiedlichen Regelungsaktivitäten an den größten Kapitalmärkten bietet die Studie „After the Bubble Has Burst: New Rules for Research Analysts and Research Related Conflicts of Interest“ von Marilyn Skiles vom Juni 2003⁴⁶². Die Anzahl der Arbeitsgruppen, Änderungsvorschläge und schließlich der Gesetzes- und Regeländerungen zum Thema Analysten und Interessenkonflikte seit 2001 ist enorm⁴⁶³.

Das Ziel einer besseren Regulierung der Analysten in Investmentbanken kann allein die Zahl und die Inhalte der neuen Regeln und Rechtsvergleiche nicht vollständig erklären. M. E. gibt es zwei weitere wesentliche Faktoren, die für die Erklärung ebenfalls herangezogen werden müssen:

- (1) Wachsende Bedeutung der Kapitalmärkte für die sozialen Sicherungssysteme

Die anstehenden Reformen der sozialen Sicherungssysteme werden ohne funktionierende Kapitalmärkte nicht auskommen. Dies setzt allerdings eine effiziente und funktionierende Informationsverarbeitung an den Kapitalmärkten voraus. Es ist daher nicht verwunderlich, dass

⁴⁶² Vgl. Skiles 2003. Die Studie wurde durch den ICSA (International Council of Securities Associations) in Auftrag gegeben.

⁴⁶³ Vgl. o. A.: „Eine Flut neuer Gesetze kommt auf die Wirtschaft zu“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 26.08.2004

die Regulierung der Kapitalmärkte mehr und mehr in das Blickfeld der Politik und damit des Gesetzgebers gerät⁴⁶⁴.

(2) Politische Motive

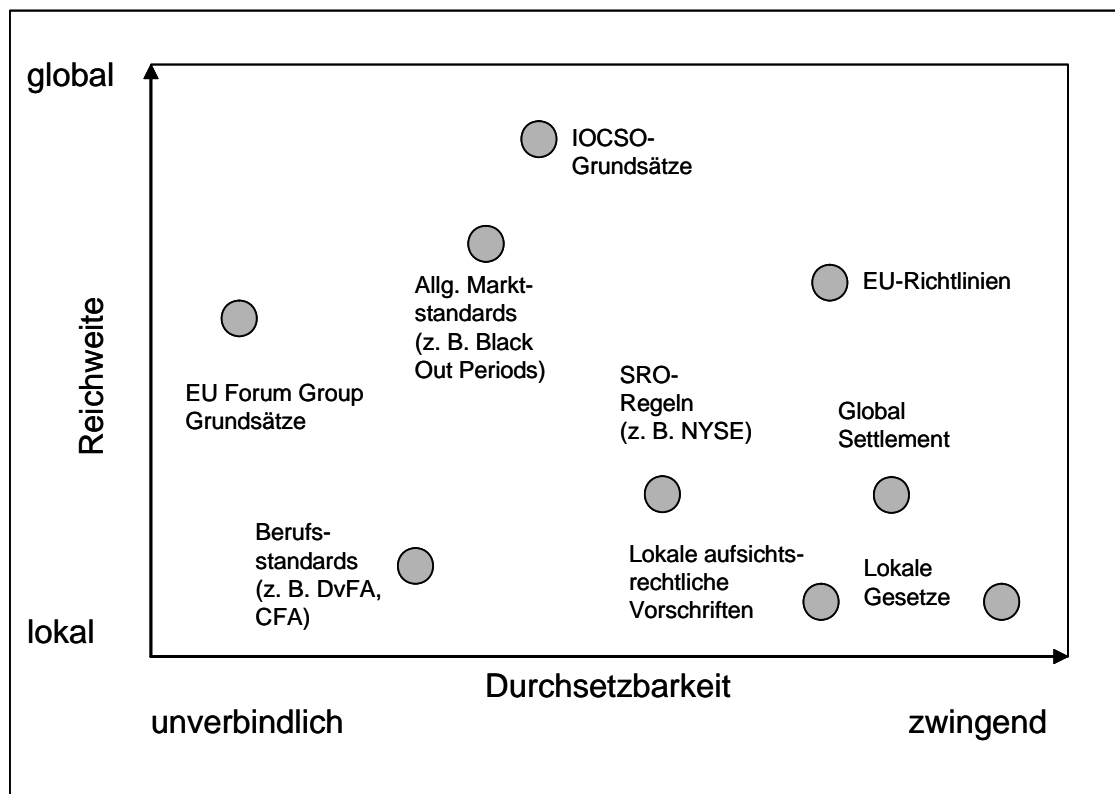
Aufmerksam geworden durch den Vergleich von Merrill Lynch über die Zahlung von 400.000 US-Dollar im April 2001⁴⁶⁵, hat die New Yorker Staatsanwaltschaft unter Eliot Spitzer das Verhalten der Analysten in den Investmentbanken der Wall Street eingehend und mit durchaus innovativen Methoden (Untersuchung des E-Mail-Verkehrs) untersucht. Die öffentlichkeitswirksamen Kampagnen des New Yorker Generalstaatsanwalts hatten einen m. E. nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die aktuelle Regelungsaktivität in den USA und in der Folge mit erheblichen Auswirkungen auf andere Staaten. Die Theorie von Angebot und Nachfrage auf dem Regulierungsmarkt (vgl. Teil II.2.1) bietet hier einen interessanten Diskussionsansatz für die in der Praxis beobachtbare Entwicklung.

Am Prozess der Neuregulierung des Researchbereichs waren und sind, wie bereits angedeutet, neben den Gesetzgebern eine Anzahl weiterer wichtiger Institutionen des Kapitalmarktes beteiligt. Die folgende grafische Darstellung bietet einen, wenn auch nicht vollständigen Überblick über die beteiligten Institutionen und versucht, eine qualitative Aussage in Bezug auf die regionale Reichweite und den Grad der Durchsetzbarkeit der Regeln zu treffen.

⁴⁶⁴ Siehe auch Teil III.1

⁴⁶⁵ Der Vergleich von Merrill Lynch mit einem Kunden über \$ 400.000 kam im Juli 2001 zustande. Der Kunde hatte aufgrund von Empfehlungen von Henry Blodget InfoSpace-Aktien nicht verkauft, sondern vielmehr weiter im Depot behalten. Der Vergleich zog die Aufmerksamkeit des New Yorker Generalstaatsanwaltes Spitzer auf sich, der daraufhin weitergehende Untersuchungen startete. Die Untersuchungen brachten u. a. zutage, dass Henry Blodget InfoSpace intern bereits als „piece of junk“ bezeichnete, jedoch extern weiter an einer Kaufempfehlung festhielt. Die Untersuchung gipfelte in einem Vergleich von Merrill Lynch über \$ 100 Millionen. Vgl. dazu http://www.oag.state.ny.us/press/2002/apr/apr08c_02.pdf

Abbildung 22 – Regelungsgeflecht und -reichweite bei Research



Quelle: Eigene Darstellung

2.1 Neue globale Standards

Nennenswert sind auf globaler Ebene die im September 2003 durch das technische Komitee der IOSCO veröffentlichten Dokumente „Report on Analyst Conflicts of Interest“⁴⁶⁶ und „IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest“⁴⁶⁷.

Bei der IOSCO handelt es sich um den Zusammenschluss von weltweit mehr als 100 nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden. Ziel der IOSCO-Mitglieder ist es, gemeinsame Standards i) zum Schutz der Anleger, ii) zum Schutz eines fairen, effizienten und transparenten Kapitalmarkts und iii) zur Verringerung von Systemrisiken zu entwickeln und umzusetzen. Die IOSCO-Standards entfalten selbst keine direkte Rechtswirkung. Die Mitglieder verpflichten sich jedoch dazu, auf die Umsetzung der IOSCO-Standards in ihren jeweiligen Heimatländern hinzuwirken. Da die Aufsichtsbehörden i. d. R.

⁴⁶⁶ Vgl. IOSCO 2003b

direkt oder indirekt an den entsprechenden Gesetzesvorhaben der lokalen Gesetzgeber mitwirken bzw. aus eigener Kompetenz nationale Richtlinien erlassen können, haben die IOSCO-Standards gute Aussichten, als allgemeine Marktstandards zu fungieren und schließlich in lokale verbindliche Regeln umgesetzt zu werden.

Ausgangspunkt der IOSCO-Untersuchung war die Befürchtung, dass Interessenkonflikte von Analysten den Anlegerschutz negativ beeinflussen können. Aus diesem Grunde wurden zunächst die in Frage kommenden Interessenkonflikte sowie die den lokalen Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Methoden und Verfahren untersucht.

Die IOSCO stellte fest, dass in den Mitgliedsländern i. d. R. eine Reihe von Institutionen an der Überwachung des Verhaltens der Analysten beteiligt ist, nämlich 1) Analysten beschäftigende Firmen, 2) selbstregulierende Institutionen, 3) staatliche Aufsichtsbehörden und 4) Berufsverbände. Ferner zeigte die Studie, dass es in der jüngeren Vergangenheit zahlreiche Regelungsaktivitäten auf den unterschiedlichsten Ebenen gegeben hat⁴⁶⁸.

Aus diesem Grunde hat die IOSCO neun Grundsätze formuliert, die den Mitgliedsländern als Orientierung zur Adressierung der wichtigsten Interessenkonflikte von Analysten dienen sollen⁴⁶⁹. Hauptziel dieser Grundsätze ist es, sicherzustellen, dass durch Analysten für Kunden erstellte Researchberichte objektiv, klar, fair und nicht irreführend sind. Die Grundsätze konzentrieren sich auf drei Themenbereiche:

- (1) die Identifizierung und Vermeidung bzw. das Management oder die Offenlegung von Interessenkonflikten der Analysten
- (2) die Integrität der Analysten
- (3) die Aufklärung der Investoren hinsichtlich der möglichen und konkreten Interessenkonflikte der Analysten

⁴⁶⁷ Vgl. IOSCO 2003a

⁴⁶⁸ Vgl. IOSCO: „Report on Analyst Conflicts of Interest“, September 2003, S. 11 ff.

Die neun Grundsätze, geordnet nach einzelnen Themen, werden im Folgenden in verkürzter Form vorgestellt.

Tabelle 8 – IOSCO-Grundsätze

Nr.	Thema	Grundsatz
1	Handelsaktivitäten und finanzielle Interessen der Analysten	Es ist sicherzustellen, dass die Analyse- und Empfehlungsaussagen von Analysten nicht durch deren eigene Handelsaktivitäten und finanzielle Interessen beeinflusst werden.
2.1	Finanzielle Interessen und Geschäftsbeziehungen der Investmentbanken	Es ist sicherzustellen, dass die Analyse- und Empfehlungsaussagen von Analysten nicht durch die Handelsaktivitäten und finanziellen Interessen der Investmentbank beeinflusst werden.
2.2	Finanzielle Interessen und Geschäftsbeziehungen der Investmentbanken	Es ist sicherzustellen, dass die Analyse- und Empfehlungsaussagen von Analysten nicht durch Geschäftsbeziehungen der Investmentbank beeinflusst werden.
3	Berichtslinien und Vergütung der Analysten	Es ist sicherzustellen, dass die Berichtslinien und die Vergütung der Analysten das Potenzial für Interessenkonflikte minimieren.
4	Compliance-System der Investmentbanken und Verantwortung der Geschäftsleitung	Es sind angemessene Regeln und Verfahren zur Identifizierung und Vermeidung bzw. Management von Interessenkonflikten zu etablieren.
5	Externe Einflussnahme	Unzulässige Beeinflussung der Analysten durch Emittenten, Investoren oder Dritte ist zu verhindern bzw. zu managen.
6	Klarheit, Konkretheit und Sichtbarkeit von Offenlegungen	Potenzielle und konkrete Interessenkonflikte sollten vollständig, zeitnah, klar, konkret und gut sichtbar offen gelegt werden.
7	Integrität und ethisches Verhalten	Analysten sollten integer sein.
8	Anlegererziehung	Die Erziehung der Investoren sollte eine bedeutende Rolle beim Management von Interessenkonflikten spielen.

Quelle: IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest – A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Sept. 2003

2.2 Neue Entwicklungen in den USA

In den USA sind die spektakulärsten Fälle im Zusammenhang mit dem Missverhalten von Analysten in Investmentbanken bekannt geworden. Exemplarisch seien hier die Fälle des ehemaligen Telekom-Staranalysten Jack Grubman – Settlement mit der SEC über 15 Mio. US\$ und lebenslanges Berufsverbot als Analyst und Investmentberater wegen irreführendem Research zu Gesellschaften, mit denen sein Arbeitgeber Citigroup Salomon

⁴⁶⁹ Vgl. IOSCO: „Statement of Principles“, a. a. O., S. 3 ff.

Smith Barney Investmentbankingbeziehungen unterhielt⁴⁷⁰ – sowie das so genannte Global Settlement der New Yorker Staatsanwaltschaft mit zehn Investmentbanken – über 1,4 Mrd. US\$ im Zusammenhang mit Interessenkonflikten zwischen den Investmentbanken und deren Analysten bei der Erstellung von Research sowie im Zusammenhang mit der Zuteilung von IPOs⁴⁷¹ – genannt. Die Regelungsaktivitäten und außergerichtlichen Verfahren sind sicherlich auch aus diesem Grunde in den USA am drastischsten ausgefallen.

Eine auch nur annähernd vollständige Darstellung der wichtigsten aktuellen Anforderungen bei der Erstellung von Research in den USA würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen⁴⁷². Daher soll im Folgenden eine chronologische Übersicht über die wichtigsten neuen Regelungsinitiativen gegeben werden.

2.2.1 SIA Code of Best Practices

In Reaktion auf den Druck der amerikanischen Öffentlichkeit sowie auf bereits laufende Untersuchungen der New Yorker Staatsanwaltschaft und der Aufsichtsbehörden veröffentlichte die amerikanische SIA⁴⁷³ bereits im Juni 2001 einen freiwilligen Code für die Erstellung von Research: „Best Practices for Research“, der von den 14 wichtigsten Mitgliedern als verbindlich anerkannt wurde⁴⁷⁴. Inhaltlich neu sind u. a. die erstmalige Regelung der Beziehungen der Analysten mit dem Investmentbanking⁴⁷⁵ und die Forderung nach klar definierten Empfehlungssystemen⁴⁷⁶.

⁴⁷⁰ Vgl. Gasparino / Raghavan / Blumenstein: „Investigators Looking Into Citigroup Have an Ally in Grubman“, in: The Wall Street Journal Europe, 10.10.2002, S. 1. Vgl. auch den Fall von Henry Blodget in Merrill Lynch, in: Financial Times: „Wall St. analysts probe extends to more banks“, 10.04.2002, S. 14, oder vgl. auch o. A.: „Geprellte Anleger gehen mit Analysten ins Gericht – Schadensersatzklagen gegen Morgan Stanley und einstige ‚Königsmacherin‘ Mary Meaker eingereicht“, 03.08.2001, <http://www.welt.de/daten/2001/08/03/0803fi272172.htm>

⁴⁷¹ Ausführlicher erörtert in Teil V2.2.3

⁴⁷² Ein ausführlicher Gesamtüberblick der wichtigsten neuen US-Regeln bis zum Jahr 2003 findet sich bei Göres 2003, S. 103 ff.

⁴⁷³ Securities Industry Association. Bei den mehr als 600 Mitgliedern der SIA handelt es sich vor allem um US-Investmentbanken und -Wertpapierhäuser.

⁴⁷⁴ Vgl. SIA: „SIA Endorses Best Practices to Ensure Ongoing Integrity of Research“, 12.06.2001, www.sia.com

⁴⁷⁵ Vgl. SIA: Best Practices, Integrity of Research, Abschnitt 1 (2)

⁴⁷⁶ Vgl. SIA: Best Practices, Integrity of Research, Abschnitt 1 (5)

2.2.2 NASD-/NYSE-Regeln

2.2.2.1 Zeitlicher Überblick der Regelungsänderungen

Auch die SROs reagierten auf die aktuellen Vorkommnisse mit Anpassungen ihrer Regeln. So wurden der SEC durch die NASD und die NYSE im Februar 2002 die neue NASD Rule 2711⁴⁷⁷ bzw. die geänderte NYSE Rule 472⁴⁷⁸ vorgelegt und im Mai 2002 von der SEC angenommen. Die Regelungen traten sukzessive vom 9. Juli 2002 bis zum 6. November 2002 bzw. für kleine Banken bis zum 5. Mai 2003 in Kraft⁴⁷⁹.

Diesen Regelungen folgten weitere Änderungen, impliziert durch den Sarbanes Oxley Act⁴⁸⁰. So bestätigte die SEC am 29. Juli 2003 weitere Änderungen der SROs hinsichtlich der Interaktion der Analysten mit dem Investmentbanking, der Regulierung von Mitarbeitergeschäften, von Mitarbeitern, die die Analysten überwachen („persons who oversee research analysts“), der Offenlegungspflichten in Researchstudien und bei öffentlichen Auftritten sowie hinsichtlich der Registrierung und Schulung von Analysten⁴⁸¹.

In 2005 folgten weitere Regeländerungen, die sich wiederum mit den Schulungsanforderungen der Analysten beschäftigen und u. a. ausländische Analysten unter gewissen Umständen von den Verpflichtungen ausnehmen⁴⁸². Die letzten Regeländerungen vom Sommer 2005 verbieten Analysten die Teilnahme an Road Shows⁴⁸³ und untersagen Investmentbankern, Analysten zu Marketingbemühungen und Verkaufsgesprächen mit Investmentbankingkunden heranzuziehen⁴⁸⁴.

⁴⁷⁷ Vgl. NASD: Notice to Members 2002/39

⁴⁷⁸ Vgl. NYSE: Rule 472

⁴⁷⁹ Vgl. NYSE: Information Memo 02-55, 29.11.2002

⁴⁸⁰ Siehe Teil V2.2.4 für genauere Ausführungen

⁴⁸¹ Vgl. NYSE: Information Memo 03-36, 25.08.2003. Die Änderungen betreffen die folgenden NYSE-Regeln: 472 (Communication with the public), 351 (Reporting Requirements), 344 (Supervisory Analysts), 345A (Continuing Education) sowie die entsprechenden Regeln der NASD (2711, 1120, 1050). Vgl. auch Joint Memorandum (Exhibit A) der NYSE und NASD zur Erklärung der Regeländerungen, in NYSE: Information Memo 04-10, 09.03.2004

⁴⁸² Vgl. NYSE: Information Memo 05-9, 31.01.2005, Information Memo 05-23, 06.04.2005

⁴⁸³ Vgl. auch NYSE: Information Memo 05-34, 04.2005: „NYSE Rule 472(b)(6) prohibits research analysts from participating in road shows related to investment banking services transactions and from engaging in any communication regarding investment banking services transactions with current or prospective customers in the presence of investment banking personnel or company management.“

⁴⁸⁴ Vgl. auch NYSE: Information Memo 05-34, 04.2005: „The rule also provides that investment banking personnel are prohibited from directing research analysts to: (1) engage in sales or marketing efforts related to investment banking services

2.2.2.2 Anwendungsbereich

Die NASD- und NYSE-Regeln gelten lediglich für das Aktienresearch bzw. für die Interaktion der Investmentbanker mit dem Aktienresearch⁴⁸⁵. Unter den Begriff Analysten werden die natürlichen Personen gefasst, die in erster Linie für den Inhalt von Researchberichten verantwortlich sind, sowie deren Mitarbeiter⁴⁸⁶.

2.2.2.3 Überblick über die Sorgfalts- und Offenlegungspflichten

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten Änderungen bzw. Anpassungen der NASD-Regel 2711 und der NYSE-Regel 472.

Tabelle 9 – Wichtigste Neuerungen der NASD-/NYSE-Researchvorschriften

Regelungs-gegenstand	Vorschriften
Sorgfaltspflichten	
Allg. Verhaltensregeln für die Investmentbank	<ul style="list-style-type: none"> - Es ist generell nicht statthaft, der untersuchten Gesellschaft den Researchbericht zukommen zu lassen, es sei denn unter Begleitung (Chaperoning) durch Legal/Compliance, und dann nur ausschnittsweise ohne Empfehlungsaussage (Rating, Kursziel) zum Zwecke der Prüfung der Fakten. - Die Kompensation der Analysten darf nicht in Abhängigkeit von einzelnen Investmentbankingtransaktionen erfolgen. - Es ist verboten, Gefälligkeitsresearch in Aussicht zu stellen bzw. unter Androhung von negativem Research neues Geschäft mit der Gesellschaft zu akquirieren.
Verhaltensregeln für die Analysten	<ul style="list-style-type: none"> - Verbot des Kaufs/der Zuteilung von Aktien eines IPO-Kandidaten, falls der Analyst Werte in diesem Bereich untersucht - Analysten dürfen in den untersuchten Wertpapieren 30 Tage vor Veröffentlichung und 5 Tage nach Veröffentlichung nicht handeln. - Verbot der Beteiligung an Akquisitionsbemühungen von Investmentbankingmandaten - Verbot der Teilnahme an Road Shows - Neue Regelungen für das Verhalten bei öffentlichen Auftritten
Verhaltensregeln für die Investmentbanker	<ul style="list-style-type: none"> - Research darf nicht an das Investmentbanking berichten und nicht durch das Investmentbanking überwacht werden. - Es ist dem Investmentbanking nicht gestattet, Researchberichte vor Veröffentlichung durchzusehen bzw. freizugeben, es sei denn zur Überprüfung der Fakten unter Begleitung durch Legal/Compliance. - Verbot der Aufforderung an Research, sich an Verkaufs- oder Marketingmaßnahmen zu beteiligen oder mit Kunden Investmentbankingmandate zu besprechen
Offenlegungspflichten	
Offenlegung von Beteiligungen	Rule 472 macht detaillierte Vorgaben zur Offenlegung von Interessenkonflikten in Researchstudien und bei öffentlichen Auftritten, gleichzeitig werden aber auch Ausnahmeregeln eingeführt. So sind

transactions, and (2) engage in communication with current or prospective customers about investment banking services transactions."

⁴⁸⁵ Vgl. NYSE Rule 472.10 (2)

⁴⁸⁶ Vgl. NYSE Rule 472.40

Regelungs-gegenstand	Vorschriften
und materiellen Interessenkonflikten	<p>vertrauliche und Insiderinformationen nicht offenzulegen.</p> <p>Dies sind Beispiele der konkreten Offenlegungspflichten:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Es ist im Researchreport offen zu legen, ob und ggf. welche finanziellen Interessen des Analysten (und der Mitglieder seines Haushaltes) an der analysierten Gesellschaft bestehen. - Es ist im Researchreport offen zu legen, ob der Analyst (oder Mitglieder seines Haushaltes) ein wesentliches Mandat in der untersuchten Gesellschaft hält. - Es ist im Researchreport offen zu legen, ob die Bank Anteile von ein oder mehr Prozent an dem analysierten Unternehmen besitzt. - Es sind im Researchreport sonstige materielle Interessenkonflikte des Analysten oder der Bank, die dem Analysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bekannt sind, offen zu legen.
Offenlegung der Vergütungen	<ul style="list-style-type: none"> - Es ist im Researchreport offen zu legen, ob die Vergütung des Analysten auf den Investmentbankingumsätzen basiert. - Es ist im Researchreport offen zu legen, ob die Bank oder ein verbundenes Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate an einem Konsortium zum öffentlichen Angebot von Wertpapieren des analysierten Unternehmens teilgenommen hat oder ob es Gebühren für Investmentbankingdienstleistungen erhalten hat. - Es ist im Researchreport offen zu legen, ob Investmentbankinggebühren in den nächsten 3 Monaten erwartet bzw. angestrebt werden. - Bei öffentlichen Auftritten müssen die Analysten angeben, ob die untersuchte Gesellschaft Kunde der Investmentbank oder ihrer verbundenen Unternehmen ist.
Offenlegung der Empfehlungspraxis und Kursziele	<ul style="list-style-type: none"> - Die Bedeutung der Ratingaussagen muss in den Researchberichten definiert werden. - Es sind im Researchreport die prozentuale Verteilung der Empfehlungsaussagen (Kaufen, Halten, Verkaufen) zueinander sowie gesondert die Verteilung der Empfehlungen für Bankkunden, die innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbankingdienstleistungen von der Bank erhalten haben, offen zu legen. - Es ist im Researchreport anhand des Kursverlaufs der untersuchten Gesellschaft eine grafische Darstellung vergangener Empfehlungen mit dem jeweiligen Preisziel anzugeben. - Es sind im Researchreport die zur Preisvorhersage genutzten Analysemethoden sowie die möglichen Risiken offen zu legen.

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von NYSE Rule 472, Stand: 21.04.2005

2.2.2.4 Würdigung

Für die global operierenden Investmentbanken führt die unterschiedliche Definition des Researchbegriffs in unterschiedlichen Rechtsordnungen regelmäßig zu Schwierigkeiten bei der Umsetzung der einzelnen Regeln und auch zu zusätzlichen Umsetzungs- und Compliance-Kosten. Es bleibt abzuwarten, ob die Regeln der SROs nochmals angepasst werden, insbesondere vor dem Hintergrund der Regulation AC⁴⁸⁷, die Aktien- und Anleihenresearch gleich behandelt.

⁴⁸⁷ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil V2.2.4

2.2.3 Global Settlement

2.2.3.1 Gang der Untersuchung und des Vergleichs

Im Frühjahr 2001 begann der New Yorker Generalstaatsanwalt Eliot Spitzer mit Untersuchungen hinsichtlich möglicher Interessenkonflikte in Investmentbanken bei der Erstellung von Research sowie des Verhaltens der Investmentbanker bei der Zuteilung von überzeichneten Aktienemissionen („Hot issues“). Im Ergebnis kam es zunächst im Mai 2002 zu dem Settlement zwischen Staatsanwaltschaft und Merrill Lynch⁴⁸⁸. Wesentliche Beweismittel waren interne E-Mails der Analysten, die öffentlich zum Kauf empfohlene Aktien als „Stück Dreck“, „Diese Aktie ist ein Pulverfass“ etc. bezeichneten. Der Vergleich beinhaltete die Zahlung von 100 Millionen US-Dollar sowie folgende Auflagen für Merrill Lynch:

- 1) Die Bezahlung der Analysten hat unabhängig vom Investmentbanking zu erfolgen
- 2) Schaffung eines Komitees zur Überwachung der Objektivität der Researchberichte
- 3) Implementierung eines Kontrollsystems zur Überwachung der E-Mail-Kommunikation zwischen Research und Investmentbanking

Im Dezember 2002 einigten sich 10 US-Investmentbanken prinzipiell, im April 2003 verbindlich⁴⁸⁹ auf das so genannte „Global Settlement“ mit Spitzer und weiteren seit April 2002 an der Untersuchung beteiligten Behörden und Organisationen der USA (SEC, NASD, NYSE etc.)⁴⁹⁰. Dabei wurden neben der Rekordsumme für einen Vergleich im US-Finanzsektor von 1,4 Mrd. US\$ die bis dato weitreichendsten Änderungen der Regeln für Analysten vereinbart.

⁴⁸⁸ Vgl. Unterlagen der New Yorker Staatsanwaltschaft zum Settlement mit Merrill Lynch unter www.oag.state.ny.us/press/2002/apr/apr08c_02.pdf (April 2002)

⁴⁸⁹ Die Deutsche Bank als 11. Institut musste zusätzlich zu den vereinbarten 80 Millionen Dollar aus dem Vergleich wegen zu spät vorgelegter E-Mails 7,5 Millionen Dollar Buße zahlen und ist formell erst im August 2004 dem Settlement beigetreten. Als 12. Institut schloss auch die kleinere US-Investmentbank Thomas Weisel Partner LLC einen Vergleich mit der SEC über 12,5 Millionen Dollar. Vgl. „Deutsche Bank muss zahlen“, in: Frankfurter Rundschau, 28.08.2004

⁴⁹⁰ Die Einzelheiten des Global Settlement können in Addendum A unter www.sec.gov/litigation/litreleases/finaljudgadda.pdf eingesehen werden.

2.2.3.2 Anwendungsbereich

Das Global Settlement richtet sich naturgemäß ausschließlich an die beteiligten Banken. Für das Settlement gelten als Analysten die Personen, die in einer Researchabteilung tätig sowie an der Erstellung und/oder Verbreitung von Research beteiligt sind⁴⁹¹. Der Researchbegriff des Settlements setzt das Vorhandensein einer Empfehlung sowie von für eine Anlageentscheidung geeigneten Informationen zu Wertpapieren voraus und beschränkt sich auf schriftliche oder elektronische Studien, die an US-Investoren verteilt werden und sich auf Aktien, Wandelanleihen und Aktienderivate beziehen⁴⁹².

Mitarbeiter der Sales- und Trading-Bereiche werden durch das Global Settlement nicht unter den Analystenbegriff gefasst. Konsequenterweise gelten Analysen, die durch Sales- und Trading-Mitarbeiter erstellt werden, nicht als Research im Sinne des Global Settlement. Zudem gelten die im Settlement vereinbarten Maßnahmen aufgrund der vertraglichen Natur des Vergleichs nur für die beteiligten Banken.

Jedoch ist bereits festzustellen, dass insbesondere die US-amerikanischen Aufsichtsbehörden die im Rahmen des Settlements getroffenen Vereinbarungen als „Best Market Practice“ ansehen werden und deshalb auf eine allgemeine Anwendung drängen.

2.2.3.3 Vorgaben des Global Settlement

Das Global Settlement erstreckt sich auf sechs Bereiche, von denen fünf für diese Arbeit von Bedeutung sind. Diese Bereiche werden im Folgenden genauer vorgestellt.

⁴⁹¹ Vgl. ebenda, Abschnitt I.1.d: „... the term ‚research‘ means all firm personnel engaged principally in the preparation and/or publication of research reports, including firm personnel who are directly or indirectly supervised by such persons and those who directly or indirectly supervise such persons, up to and including research management.“

⁴⁹² Vgl. ebenda, Abschnitt I.1.e

2.2.3.3.1 Zahlung von 1,4 Mrd. US\$⁴⁹³

Gemäß dem Vergleich haben die beteiligten Investmentbanken eingewilligt, 387,5 Mio. US\$ für Wiedergutmachung, 487,5 Mio. US\$ an Strafen (inkl. der 100 Mio. US\$ von Merrill Lynch), 432,5 Mio. US\$ zur Finanzierung von bankenunabhängigem Research und 80 Mio. US\$ zur Unterstützung der Aufklärung von Anlegern zu zahlen. Die genauen Summen können der folgenden Tabelle entnommen werden.

Tabelle 10 – Payments in Global Settlement Relating to Firm Research and Investmentbanking Conflicts of Interest (alle Angaben in Mio. US\$)

Investment-bank	Strafe	Entschädi-gungszahlung	Unabhängiges Research	Anleger-erziehung	Gesamt
Bear Stearns	25	25	25	5	80
CSFB	75	75	50	0	200
Goldman	25	25	50	10	110
J.P. Morgan	25	25	25	5	80
Lehman	25	25	25	5	80
Merrill Lynch	100*	0	75	25	200
Morgan Stanley	25	25	75	0	125
Piper Jaffray	12.5	12.5	7.5	0	32.5
SSB	150	150	75	25	400
UBS	25	25	25	5	80
Summe (\$ in Mio.)	487.5	387.5	432.5	80	\$1,387.5

Payment made in prior settlement of research analyst conflicts of interest with the states securities regulators,

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Global Settlement

2.2.3.3.2 Strukturelle Reformen in Investmentbanken

Die strukturellen Reformen umfassen 11 Kernpunkte, die über die Vorschläge der SIA deutlich hinausgehen, insbesondere bezüglich der Möglichkeit der Analysten, an Investmentbankingaktivitäten teilzunehmen. Das Settlement verbietet generell die Teilnahme von Analysten an der Akquise von Investmentbankingmandaten inklusive der Teilnahme an Road Shows und Pitches⁴⁹⁴.

⁴⁹³ Vgl. Presseerklärung der SEC: „Ten of Nation's Top Investment Firms Settle Enforcement Actions involving Conflicts of Interest Between Research and Investment Banking“, 28.04.2003, www.sec.gov/news/press/2003-54.htm

⁴⁹⁴ Vgl. Addendum A, a. a. O., Abschnitt I (Separation of Research and Investment Banking)

Die Umsetzung der strukturellen Maßnahmen muss von einem unabhängigen Revisor (Monitor) nach 18 Monaten überprüft werden und in einem schriftlichen Bericht an die SEC, die NASD und die NYSE übermittelt werden⁴⁹⁵. Eine Übersicht über die strukturellen Maßnahmen enthält die folgende Tabelle.

Tabelle 11 – Strukturelle Reformen gemäß Global Settlement

Regelungs-gegenstand	Vorschriften
Unabhängig-keit / Berichtslinien	- Research und Investmentbanking sind zu separieren, insbesondere hat eine physische Trennung zu erfolgen, darf das Research nicht an das Investmentbanking berichten und ist ein getrennter Budgetprozess einzurichten.
Vergütung	- Die Kompensation der Analysten darf weder direkt noch indirekt von den Investmentbankingumsätzen abhängen sowie auch nicht von der Einschätzung von Investmentbankingmitarbeitern. - Investmentbanker dürfen Analysten nicht beurteilen. - Die Kompensation hat sich vorrangig an der Qualität und Genauigkeit des Research des Analysten zu orientieren. - Die Vergütungsentscheidungen der Analysten müssen dokumentiert werden.
Research Coverage	- Investmentbanking darf keinen Einfluss auf die Entscheidungen der Analysten nehmen, zu welchen Werten Research erstellt werden soll.
Teilnahme an Akquise	- Verbot der Teilnahme von Analysten an der Akquise von Investmentbankingmandaten inklusive des Verbots der Teilnahme an Road Shows und Pitches
Gefälligkeits-research	- Investmentbanken haben Regeln und Prozesse zu implementieren, die sicherstellen, dass die Mitarbeiter anderer Abteilungen keinen Einfluss auf den Inhalt von Researchberichten nehmen können, um neues Geschäft zu generieren oder bestehendes zu sichern.
Chinese Walls	- Informationsbarrieren (Chinese Walls) müssen zwischen Research und dem Investmentbanking errichtet, eingehalten und kontrolliert werden.

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Global Settlement

2.2.3.3.3 Erweiterte Offenlegungspflichten für Research⁴⁹⁶

Zusätzlich zu den zum Zeitpunkt des Settlements bereits bestehenden Offenlegungspflichten der NYSE und der NASD⁴⁹⁷ wurde vereinbart, dass auf der ersten Seite jedes Researchberichts ein Hinweis darauf erfolgen muss, dass die Investmentbank mit den im Researchbericht empfohlenen Unternehmen Geschäfte tätigt bzw. tätigen möchte und sich die Anleger

⁴⁹⁵ Vgl. ebenda, Abschnitt I.12 (Oversight)

⁴⁹⁶ Vgl. ebenda, Abschnitt II (Disclosure/Transparency and Other Issues)

⁴⁹⁷ Siehe dazu Teil V2.2.2

dieses Interessenkonfliktes bewusst sein sollten, da dieser die Objektivität des Berichtes beeinflussen könnte.

Bei einer Einstellung der Coverage einer Gesellschaft müssen die Banken in einem Abschlussreport die Gründe offen legen, die zur Beendigung der Abdeckung mit Research geführt haben.

Schließlich wurde vereinbart, dass die Investmentbanken ausführliche Statistiken auf ihren Webseiten veröffentlichen, die für jeden Analysten aufzeigen, wie sich die ursprünglichen Empfehlungen, Gewinnvorhersagen und Kursziele zu den tatsächlich eingetretenen Gewinnen und Kursen verhalten haben („Empfehlungshistorie“).

2.2.3.3.4 Kostenlose Zurverfügungstellung von bankenunabhängigem Research

Jede Investmentbank wird für fünf Jahre Verträge mit mindestens drei unabhängigen Researchanbietern abschließen, um den Kunden damit unabhängiges Research anbieten zu können. Die Kunden sind über diese Möglichkeit in verschiedener Form zu unterrichten, z. B. über Kontoauszüge, die eigenen Researchreports und die Webseite der Investmentbank⁴⁹⁸.

Die letztendliche Auswahlentscheidung für die unabhängigen Researchanbieter hat bei einem unabhängigen Berater zu liegen, der den Aufsichtsbehörden jährlich einen Bericht über die Auswahl zu liefern hat.

2.2.3.3.5 Anlegeraufklärung

Von den verfügbaren 80 Mio. US\$ werden 52,5 Mio. US\$ in einen Anlegerausbildungsfonds fließen, dessen Ziel es ist, die Anleger mit den notwendigen Kenntnissen und Fähigkeiten auszustatten, informierte Anlageentscheidungen treffen zu können. Die restlichen 27,5 Mio. US\$

⁴⁹⁸ Vgl. ebenda, Abschnitt III (Independent, Third-Party Research)

werden im Rahmen der Ausbildungsprogramme der Aufsichtsbehörden der Anlegeraufklärung zugeführt.

2.2.3.4 Würdigung

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Global Settlement teilweise von den Anforderungen der NASD-/NYSE-Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten zwischen Research und Investmentbanking abweicht und teilweise im Widerspruch zu diesen steht. Dies beginnt bei einer unterschiedlichen Definition, welche Personen als Researchanalysten angesehen werden⁴⁹⁹, und setzt sich bei den einzelnen Verhaltensstandards fort. Die Unterschiede überraschen nicht, wenn man bedenkt, dass das Global Settlement einerseits ein schnell herbeigeführter Vergleich unter erheblichem Druck auf die zehn Investmentbanken ist und andererseits die allgemeinen Regeln der NASD und der NYSE einem öffentlichen Konsultationsprozess unterzogen worden sind. Im Ergebnis stehen allerdings die Unternehmen, die beiden Standards genügen wollen, einer teilweise inkonsistenten, überlappenden und damit kostenintensiven Regulierung gegenüber. Eine ausführliche Betrachtung dieser Unterschiede zwischen den Regelungen des Global Settlement und den Vorschriften der NASD und der NYSE findet sich u. a. bei Young⁵⁰⁰. Die SEC hat sich u. a. aufgrund der bestehenden Unsicherheit bei den beteiligten Investmentbanken in Form einer „Interpretative Guidance“ geäußert⁵⁰¹.

2.2.4 Regulation AC

Der Sarbanes Oxley Act⁵⁰² ist im Wesentlichen eine Reaktion des US-Kongresses auf die Bilanzskandale in den USA in Gestalt von Enron und Worldcom, aber auch auf die Interessenkonflikte in Investmentbanken im Zusammenhang mit Research. Als Artikelgesetz führte der Sarbanes Oxley

⁴⁹⁹ Die Definition des Global Settlement für Analysten ist enger und präziser als die Definition der NASD Rule 2711. Letztere bezieht möglicherweise auch Sales-Mitarbeiter in die Definition des Analysten mit ein.

⁵⁰⁰ Vgl. Lee, Yoon-Young / Nicolas, Stephanie: „Research Analyst Independence: Efforts to Eliminate Conflicts Lead to Conflicting Requirements“, in: The Journal of Investment Compliance 2003

⁵⁰¹ Vgl. SEC: Global Research Settlement, Interpretive Guidance vom 07.06.2004

⁵⁰² Einführend in die Thematik Menzies 2004

Act den § 15D in den US Securities Exchange Act ein. Daraufhin fiel der SEC die Aufgabe zu, strukturelle Maßnahmen bei den Investmentbanken durchzusetzen und die Offenlegungspflichten bis zum 30. Juli 2003 zu verschärfen und damit zur Wiederherstellung des Vertrauens der Anleger beizutragen⁵⁰³. Die SEC setzte diese Forderungen mittels der unter dem Namen Regulation AC (Analyst Certification) bekannt gewordenen Regeln zum 14. April 2003 um⁵⁰⁴. Als wesentliche Neuerungen sind zu nennen⁵⁰⁵:

- (1) die Verpflichtung der Analysten, in ihren Researchberichten zu zertifizieren, dass die Aussagen in den Berichten ausschließlich die wahre Sicht des Analysten reflektieren
- (2) dass die SEC diese „Zertifizierung“ sowohl für Aktien- als auch für Anleihenresearch verlangt
- (3) Banken müssen öffentliche Auftritte ihrer Analysten, bei denen Empfehlungen oder Meinungen zu Wertpapieren oder Emittenten geäußert werden, zeitnah dokumentieren, wobei u. a. festzuhalten ist, dass die Aussagen des Analysten seine wahre Sicht widerspiegeln.

2.2.5 Bond Market Association

Im Mai 2004 veröffentlichte die Bond Market Association (BMA) „Guiding Principles to Promote the Integrity of Fixed Income Research“⁵⁰⁶. Das Papier stellt einen Reflex auf die Vielzahl bereits erlassener Regularien im Bereich Research dar, wobei ausdrücklich auf die Besonderheiten der Fixed-Income-(Anleihen)-Analysten Bezug genommen wird. Als wesentliche Unterschiede zwischen den Aktien- und den Anleiheanalysten werden genannt: i) der Inhalt der Researchstudien und die geringere Möglichkeit, den Preis des untersuchten Wertpapiers erheblich zu beeinflussen, ii) die Existenz von Ratingagenturen, die den Markt ebenfalls mit unabhängigen Informationen hinsichtlich der Anleihen versorgen, und iii) die vornehmlich institutionellen

⁵⁰³ Vgl. § 501 des Sarbanes-Oxley Act 2002

⁵⁰⁴ Vgl. SEC, Regulation Analyst Certification, Release Nos. 33-8193; 34-47384; File No. S7-30-02, 14.04.2003, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>

⁵⁰⁵ Einen ausführlichen Vergleich der Regulation AC mit den Regeln der NYSE und der NASD findet man u. a. bei Schilder 2005, S. 100 ff.

Investoren am Anleihemarkt. Aus u. a. diesen Gründen plädiert das Papier für einen insgesamt prinzipienbasierten Ansatz der Regulation, der genügend Flexibilität für die Besonderheit des Fixed Income Research bietet⁵⁰⁷.

Die von der BMA aufgestellten Prinzipien adressieren u. a. die Unabhängigkeit der Analysten gegenüber dem Investmentbanking, verbieten die Zusage und die Erstellung von Gefälligkeitsresearch, beschränken die Möglichkeiten von anderen Bankabteilungen, Researchentwürfe einzusehen und zu überprüfen, und geben Empfehlungen zur Entlohnung der Analysten⁵⁰⁸.

2.3 Neue Regelungen auf europäischer Ebene

Die europäischen Aktienmärkte blieben von den rapiden Kursrückgängen seit Frühjahr 2000 nicht verschont, vielmehr fielen diese teilweise noch dramatischer aus als in den USA. Interessanterweise sind in Europa keine ähnlich spektakulären Skandale im Zusammenhang mit Analystenempfehlungen bekannt geworden wie in den USA. Dennoch wurden Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research auch in Europa und auf EU-Ebene zu einem viel beachteten Thema, u. a. aufgrund des öffentlichen Drucks. Im Folgenden sollen die Ergebnisse einer speziell ins Leben gerufenen Arbeitsgruppe sowie zwei in diesem Zusammenhang interessante Richtlinienvorhaben vorgestellt werden.

2.3.1 Forum-Group-Bericht

2.3.1.1 Mandat der Forum Group

Im November 2002 wurde als Ergebnis der Überlegungen des Ecofin eine Arbeitsgruppe (Forum Group), bestehend aus Vertretern der Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern, mit dem Mandat ausgestattet, innerhalb von sechs Monaten Vorschläge bezüglich der angemessenen

⁵⁰⁶ Vgl. BMA, o. V.: „Guiding Principles to Promote the Integrity of Fixed Income Research“, 2004, http://www.bondmarkets.com/assets/files/Guiding_Principles_for_Research.pdf

⁵⁰⁷ Vgl. ebenda, S. 9

⁵⁰⁸ Vgl. ebenda, S. 13

Regulierung und Marktstandards für Finanzanalysten in der EU zu unterbreiten⁵⁰⁹. Die Schwerpunkte sollten in folgenden Bereichen liegen:

- (1) Wie können Interessenkonflikte in einer Weise gemanagt werden, die die Objektivität von Analysten sicherstellt?
- (2) Wie erfolgt die Bezahlung von Analysten und durch wen?
- (3) Welche Rolle können Marktstandards bzw. verbindliche Regeln beim Schutz von Investoren spielen?

2.3.1.2 Ergebnisse der Untersuchung

Die Ergebnisse der Untersuchung der Forum Group wurden der EU-Kommission im September 2003 übermittelt. Der Bericht enthält einen Vorschlag zum prinzipienbasierten Ansatz der Regulierung, d. h., die als erforderlich und angemessen erachteten Maßnahmen wurden in Form von allgemeinen Grundsätzen formuliert. Damit grenzt sich die Forum Group bewusst von den detaillierten regulatorischen Vorschriften z. B. der US SROs ab. Stattdessen entwickelte die Forum Group Empfehlungen zur Umsetzung der allgemeinen Grundsätze in Form von geeigneten Aktionen, Verhaltensweisen und Ergebnissen⁵¹⁰.

Wie bei anderen Regelungsvorschlägen wird auch hier den Prozessen und Regeln zur Identifizierung, zur Vermeidung und zum Management von Interessenkonflikten große Bedeutung beigemessen. Ebenso wird die Rolle der Geschäftsleitung für die Installierung eines robusten Konfliktmanagementsystems hervorgehoben. Als besonders kritisch werden die Interessenkonflikte in Verbindung mit Neuemissionen eingeschätzt⁵¹¹.

Daneben diskutiert der Bericht die Frage, wie zukünftig unabhängige Analysten in die Regulierung mit einbezogen werden können, sowie, welche Form der Regulierung von Research in Europa am besten geeignet erscheint.

⁵⁰⁹ Vgl. Forum Group, o. V.: „Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market. Recommendations from the Forum Group“, 2003, S. 15 ff.
http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/analysts/bestpractices/report_en.pdf

⁵¹⁰ Vgl. ebenda, Abschnitt 3 (A principles-based approach), S. 15 ff.

⁵¹¹ Vgl. ebenda, Abschnitt 5 (Conflicts of interest), S. 24 ff.

Die Antworten auf diese Fragen sind durchaus kontrovers ausgefallen, was aufgrund der Zusammensetzung der Gruppe nicht verwundert⁵¹².

Im Folgenden sollen die allgemeinen Grundsätze kurz vorgestellt werden. Bezüglich der 31 Empfehlungen wird auf den Bericht selbst verwiesen.

Tabelle 12 – Allgemeine Prinzipien der Forum Group

Regelungsgegenstand	Allgemeines Prinzip
Sorgfaltspflichten	
Klarheit	- Research sollte fair, klar und nicht irreführend sein.
Kompetenz, Verhalten und persönliche Integrität	- Research sollte nur durch kompetente Analysten erstellt werden, die über die notwendigen Fähigkeiten, Sorgfalt und Integrität verfügen. Ein Researchbericht sollte die Meinung des Analysten widerspiegeln.
Adressatengerechtigkeit und Marktintegrität	- Bei der Verbreitung von Research sollten die unterschiedlichen Kategorien der Empfänger wie auch die Verpflichtung zur Erhaltung der Marktintegrität beachtet werden.
Organisationspflichten	
Vermeidung, Verhinderung und Management von Interessenkonflikten	- Researcherstellende Unternehmen sollten Prozeduren und Kontrollen etablieren, mittels derer persönliche und betriebliche Interessenkonflikte identifiziert, vermieden, verhindert oder gemanagt werden können.
Offenlegung	- Persönliche oder betriebliche Interessenkonflikte sollten deutlich offen gelegt werden.

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des Forum Group Berichts vom September 2003

2.3.2 Marktmissbrauchsrichtlinie („MAD“)

Auf EU-Ebene wurden in 2003 und 2004 zwei Rahmenrichtlinien verabschiedet, die die Erstellung und die Verbreitung von Research adressieren: die Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD)⁵¹³ und die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)⁵¹⁴. Die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie zum Research werden im folgenden, die der MiFID im nächsten Abschnitt vorgestellt⁵¹⁵.

⁵¹² Vgl. ebenda, Abschnitt 6 (Independent or unaffiliated providers of research), S. 46 ff.

⁵¹³ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)

⁵¹⁴ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente

⁵¹⁵ Vgl. u. a. Eufinger / Grimme 2004, S. 545 ff., zur praktischen Relevanz der Marktmissbrauchsrichtlinie in Deutschland

2.3.2.1 Vorgaben auf Ebene I

Die Marktmissbrauchsrichtlinie ist die erste nach dem Lamfalussy-Verfahren⁵¹⁶ umgesetzte EU-Richtlinie. Die Rahmenrichtlinie (Ebene I) wurde im April 2003 vom Europäischen Parlament und Ministerrat verabschiedet und war durch die Mitgliedsstaaten bis Herbst 2004 in nationales Recht umzusetzen und enthält allgemeine Vorgaben zur sachgerechten Erstellung und Weitergabe von Analysen von Finanzinstrumenten oder Analysen von Emittenten von Finanzinstrumenten.

2.3.2.1.1 Persönlicher Anwendungsbereich

Die Vorgaben der Ebene I zur Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen richten sich sowohl an juristische (Wertpapierdienstleister) als auch natürliche Personen. Damit werden insbesondere auch Analysten außerhalb der Wertpapierdienstleistungsunternehmen von den Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst⁵¹⁷.

2.3.2.1.2 Sachlicher Anwendungsbereich

Artikel 6 Abs. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie normiert, dass sowohl i) Analysen von Finanzinstrumenten oder von Emittenten von Finanzinstrumenten als auch ii) sonstige für Informationsverbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmte Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien in den Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsrichtlinie fallen.

Bei der Erstellung oder Weitergabe von Finanzanalysen und sonstigen Anlageempfehlungen haben die oben genannten Personen: „in angemessener Weise dafür Sorge [zu] tragen, dass die Information sachgerecht dargeboten wird, und etwaige Interessen oder

⁵¹⁶ Vgl. Speyer: „Reform der EU-Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen: Zwischenbericht“, in: EU-Monitor Nr. 4 des Deutsche Bank Research, August 2003

⁵¹⁷ Vgl. EU-Kommission: Artikel 6, Abs. 5 MAD i. V. m. Artikel 1, Nr. 2 c) 6) MAD. Vgl. auch Göres 2004, S. 184 ff.

Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Information bezieht, offen gelegt werden.“⁵¹⁸

Die Abgrenzung zwischen Finanzanalysen und sonstigen Informationen einerseits und Finanzanalysen und Produktinformationen, Marketingunterlagen und anderen ähnlichen Informationen andererseits führt zu erheblichen Abgrenzungsproblemen, auf die unten in Abschnitt 2.5.6.1 im deutschen Kontext näher eingegangen wird.⁵¹⁹

2.3.2.2 Vorgaben auf Ebene II

Auf Ebene II des Lamfalussy-Verfahrens wurden die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie durch drei Durchführungsrichtlinien (2003/124/EG⁵²⁰, 2003/125/EG⁵²¹, 2004/72/EG⁵²²) und eine Verordnung⁵²³ konkretisiert, wobei lediglich die zweite der genannten Durchführungsrichtlinien (2003/125/EG) für unsere Überlegungen von Bedeutung ist.

2.3.2.2.1 Anwendungsbereich

Die Durchführungsrichtlinie der Kommission zur sachgerechten Darbietung von Anlageempfehlungen und zur Offenlegung von Interessenkonflikten (2003/125/EG) führt den Begriff der „Empfehlung“, die den Begriff der Analyse umfasst, ein.

⁵¹⁸ Vgl. EU-Kommission: Artikel 6, Abs. 5. MAD

⁵¹⁹ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 181 ff.

⁵²⁰ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insiderinformationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation

⁵²¹ Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten

⁵²² Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.04.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen

⁵²³ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen

So wird unter einer Empfehlung „eine Analyse oder sonstige für Informationsverbreitungskanäle⁵²⁴ oder die Öffentlichkeit bestimmte explizite oder implizite Information mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten von Finanzinstrumenten, einschließlich einer aktuellen oder künftigen Beurteilung des Wertes oder des Kurses solcher Instrumente“ verstanden⁵²⁵.

Als Analyse oder sonstige Information mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien wird definiert: „a) eine von einem unabhängigen Analysten, einem Wertpapierhaus, einem Kreditinstitut, einer sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Empfehlungen besteht, oder einer bei den genannten Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrags o. Ä. tätigen natürlichen Person erstellte Information, die direkt oder indirekt eine bestimmte Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten von Finanzinstrumenten darstellt, b) eine von anderen als den in Buchstabe a) genannten Personen erstellte Information, die direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument empfiehlt.“⁵²⁶

Abzugrenzen ist die Empfehlung i. S. d. Durchführungsrichtlinie von der Anlageberatung im Rahmen einer persönlichen Empfehlung, die der Öffentlichkeit wahrscheinlich nicht zugänglich gemacht wird⁵²⁷. Eine Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines bestimmten Emittenten oder Finanzinstruments durch eine Ratingagentur stellt ebenfalls keine Empfehlung i. S. d. Richtlinie dar⁵²⁸.

Die Durchführungsrichtlinie 2000/125/EG konkretisiert den persönlichen Anwendungsbereich insoweit, dass die Vorschriften der Ebene II lediglich auf natürliche oder juristische Personen Anwendung finden, die in Ausübung ihres Berufs oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Empfehlungen erstellen

⁵²⁴ „Informationsverbreitungskanal“ ist ein Kanal, durch den die Information der Öffentlichkeit tatsächlich oder wahrscheinlich zugänglich gemacht wird; vgl. EU-Kommission: Artikel 1, Nr. 7 2003/125/EG

⁵²⁵ Vgl. EU-Kommission: Artikel 1, Nr. 3 2003/125/EG

⁵²⁶ Vgl. EU-Kommission: Artikel 1, Nr. 4 2003/125/EG

⁵²⁷ Vgl. EU-Kommission: Erwägungsgrund 3 2003/125/EG

⁵²⁸ Vgl. EU-Kommission: Erwägungsgrund 10 2003/125/EG

oder weitergeben („relevante Personen“)⁵²⁹. Darüber hinaus werden Journalisten von einzelnen Regeln der Durchführungsrichtlinie nur dann erfasst, wenn Sie keiner gleichwertigen und angemessenen Selbstkontrolle unterliegen⁵³⁰. Letztlich gelten für Wertpapierhäuser und Kreditinstitute zusätzliche Pflichten bei der Weitergabe von Empfehlungen⁵³¹.

Im Folgenden werden die wichtigsten Vorgaben der Durchführungsrichtlinie zu den Sorgfalts- und Offenlegungspflichten vorgestellt.

2.3.2.2.2 Sorgfaltspflichten

Die Durchführungsrichtlinie enthält detaillierte Vorgaben für die sachgerechte Erstellung von Empfehlungen inkl. der Offenlegung von Interessenkonflikten und regelt die Weitergabe der von Dritten erstellten Empfehlungen.

So haben die relevanten Personen u. a. sicherzustellen, dass Tatsachen deutlich von Auslegungen, Schätzungen, Stellungnahmen und anderen nicht sachbezogenen Informationen unterschieden werden, alle Quellen zuverlässig sind bzw. auf Zweifel hingewiesen wird, Prognosen als solche kenntlich gemacht werden und die zugrunde liegenden wesentlichen Annahmen hingewiesen wird⁵³². Eine ausführliche Darstellung der Sorgfaltspflichten findet man u. a. bei Schilder⁵³³.

2.3.2.2.3 Offenlegungspflichten

Die Einhaltung der Offenlegungspflichten verursacht in der Praxis erfahrungsgemäß erheblichen Aufwand. Daher werden die in der Durchführungsrichtlinie genannten Offenlegungspflichten an dieser Stelle ausführlicher vorgestellt.

⁵²⁹ Vgl. EU-Kommission: Artikel 1, Nr. 5 2003/125/EG

⁵³⁰ Vgl. EU-Kommission: Artikel 3, Abs. 4 2003/125/EG

⁵³¹ Vgl. EU-Kommission: Artikel 9 2003/125/EG

⁵³² Vgl. EU-Kommission: Artikel 3 f. 2003/125/EG

⁵³³ Vgl. u. a. Schilder 2005, S. 134 ff.

Die Richtlinie fordert grundsätzlich, „... alle Beziehungen und Umstände offen [zu] legen, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen, insbesondere wenn relevante Personen ein nennenswertes finanzielles Interesse an einem oder mehreren Finanzinstrumenten, die Gegenstand der Empfehlung sind, haben oder ein erheblicher Interessenkonflikt im Zusammenhang mit einem Emittenten, auf den sich die Empfehlung bezieht, besteht. Handelt es sich bei der relevanten Person um eine juristische Person, so gilt die genannte Vorschrift auch für alle juristischen oder natürlichen Personen, die für die genannte juristische Person im Rahmen eines Arbeitsvertrags o. Ä. tätig sind und die an der Erstellung der Empfehlung beteiligt waren.“⁵³⁴

In Artikel 6 nennt die Durchführungsrichtlinie ausdrücklich bestimmte Interessenkonflikte, die als Regelfallbeispiele zusätzlich zu den in Artikel 5 genannten allgemeinen Konflikten offen zu legen sind⁵³⁵. Die Regelbeispiele sind in der folgenden Tabelle aufgeführt.

Tabelle 13 – Offenlegungspflichtige Interessenkonflikte gemäß Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie

Quelle	Offenlegungspflicht (Offen zu legen sind ...)
Art. 6, Abs. 1, a)	wesentliche Beteiligungen, die zwischen der relevanten Person oder einer verbundenen juristischen Person einerseits und dem Emittenten andererseits bestehen. Diese wesentlichen Beteiligungen umfassen mindestens folgende Fälle: - wenn Anteile von über 5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals an dem Emittenten von der relevanten Person oder einer verbundenen juristischen Person gehalten werden oder - wenn Anteile von über 5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals an der relevanten Person oder einer verbundenen juristischen Person von dem Emittenten gehalten werden. Die Mitgliedsstaaten können niedrigere Höchstwerte als die in den Beispielen genannten 5 % vorsehen;
Art. 6, Abs. 1, b)	sonstige nennenswerte finanzielle Interessen, die die relevante Person oder eine verbundene juristische Person in Bezug auf den Emittenten hat;
Art. 6, Abs. 1, c)	gegebenenfalls eine Stellungnahme dazu, ob die relevante Person oder eine mit ihr verbundene juristische Person ein Marktmacher oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist;
Art. 6, Abs. 1, d)	gegebenenfalls eine Aussage darüber, ob die relevante Person oder eine mit ihr verbundene juristische Person in den vorangegangenen zwölf Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend war;

⁵³⁴ Vgl. EU-Kommission: Artikel 5 Abs. 1 2003/125/EG, vgl. u. a. auch Schilder 2005, S. 142 ff.

⁵³⁵ Vgl. Artikel 6 Abs. 1 2003/125/EG

Quelle	Offenlegungspflicht (Offen zu legen sind ...)
Art. 6, Abs. 1, e)	gegebenenfalls eine Stellungnahme zu der Frage, ob die relevante Person oder eine mit ihr verbundene juristische Person mit dem Emittenten eine sonstige Vereinbarung über die Erbringung von Investmentbankingdienstleistungen getroffen hat, vorausgesetzt, dies hat nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge und die Vereinbarung war in den vorangegangenen zwölf Monaten in Kraft oder im gleichen Zeitraum erfolgte eine Entschädigung auf ihrer Grundlage;
Art. 6, Abs. 1, f)	gegebenenfalls eine Aussage dazu, ob die relevante Person oder eine mit ihr verbundene juristische Person mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen hat.

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG

Darüber hinaus fordert die Durchführungsrichtlinie, dass Wertpapierhäuser oder Kreditinstitute bzw. bei diesen beschäftigte Analysten folgende Sachverhalte offen legen:

- (1) Tatsächliche organisatorische (Prozesse, Chinese Walls, etc.) oder verwaltungstechnische (Richtlinien) Vorkehrungen zur Verhinderung oder Vermeidung von Interessenkonflikten zum Zusammenhang mit Empfehlungen (Interessenkonflikt-Policy für Research) sind generell offen zu legen⁵³⁶
- (2) ob der Analyst irgendeine Art von Bezahlung in Verbindung mit dem Investmentbanking erhalten hat
- (3) das prozentuale Verhältnis von „Kauf“- , „Halten“- und „Verkaufen“-Empfehlungen zueinander sowie den prozentualen Anteil der Empfehlungen für Unternehmen, für die Investmentbankingdienstleistungen erbracht werden, an den o. g. Empfehlungen

Grundsätzlich hat die Offenlegung in der Empfehlung zu erfolgen. Allerdings räumt die Richtlinie gewisse Spielräume bei nichtschriftlichen Empfehlungen ein sowie in Fällen, in denen die Offenlegung in der Empfehlung unverhältnismäßig wäre. In solchen Fällen kann eine Offenlegung über einen klaren und unmissverständlichen Verweis auf eine Internetseite des Unternehmens erfolgen⁵³⁷.

⁵³⁶ Vgl. EU-Kommission: Artikel 6 Abs. 2 2003/125/EG

⁵³⁷ Vgl. EU-Kommission: Artikel 6 Abs. 5 und Abs. 6 2003/125/EG

2.3.2.3 Würdigung

Die Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen wurde mit der Marktmissbrauchsrichtlinie erstmals auf europäischer Ebene einheitlich normiert, dies ist zu begrüßen. Die Einbeziehung aller Ersteller von Finanzanalysen, auch der nicht in Wertpapierhäusern oder Kreditinstituten beschäftigten, in die Vorgaben der Richtlinie ist ebenfalls zu begrüßen und trägt dem Sinn und Zweck der Richtlinie Rechnung, den Marktmissbrauch stärker und besser zu regulieren. Ferner ist es positiv zu bewerten, dass die Richtlinien auf Ebene I Und II im Wesentlichen einem prinzipienbasierenden Ansatz folgen.

Bezüglich der Begriffsdefinitionen und der daraus resultierenden Abgrenzungsproblematik hinsichtlich der Begriffe Analyse und sonstige Information wäre mehr Klarheit wünschenswert gewesen.

2.3.3 Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente („MIFID“)

2.3.3.1 Stand der Umsetzung

Die EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente⁵³⁸ wurde am 21. April 2004 vom Europäischen Parlament und Rat als Rahmenrichtlinie verabschiedet und entwickelt die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (WpDRiL)⁵³⁹ aus dem Jahr 1993 weiter. Die Richtlinie wird im Rahmen des Komitologieverfahrens umgesetzt, d. h. dem Lamfalussy-Prozess folgend⁵⁴⁰.

Der ursprüngliche Zeitplan sah eine Umsetzung der Vorschriften in nationales Recht bis zum 30. April 2006 vor⁵⁴¹. Zwischenzeitlich wurden zwei neue Eintrittstermine genannt⁵⁴². Momentan ist mit einer Umsetzung in nationales Recht bis zum 31. Januar 2007 und mit dem Inkrafttreten auf nationaler

⁵³⁸ Vgl. EU-Kommission: Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente

⁵³⁹ Vgl. EU-Kommission 2006b: Abschnitt I, S. 1

⁵⁴⁰ Vgl. EU-Kommission 2006b: Abschnitt I, S. 1

⁵⁴¹ Vgl. EU-Kommission: Artikel 70, 2004/39/EG (MiFID). Die Mitgliedsstaaten haben die Richtlinie spätestens 24 Monate nach Inkrafttreten der MiFID umzusetzen.

⁵⁴² Eine erste Initiative ging von einer Verschiebung um 12 Monate bis zum 1. April 2007 aus. Vgl. EU-Kommission: Pressemitteilung – Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID): Kommission verlängert Umsetzungsfrist und setzt Konsultation zu Durchführungsmaßnahmen fort, Ref. IP/05/759, 20.06.2005

Ebene bis zum 1. November 2007 zu rechnen⁵⁴³. Hintergrund der Bestrebungen, den Termin zu verschieben, sind sowohl die zeitlichen Schwierigkeiten der Kommission bei der Erstellung der Durchführungsrichtlinien als auch der antizipierte erhebliche Umsetzungsaufwand bei den betroffenen Wertpapierfirmen⁵⁴⁴.

Die Durchführungsmaßnahmen der Ebene II sind derzeit noch nicht durch die EU-Kommission verabschiedet. Mit der endgültigen Verabschiedung wird zurzeit Mitte Mai 2006 gerechnet. Es liegen allerdings vier Entwürfe der Kommission vom 6. Februar 2006 zu den Durchführungsbestimmungen vor. Dabei handelt es sich um den Entwurf der Durchführungsrichtlinie: *„Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EG of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms, and defined terms for the purpose of that Directive“*⁵⁴⁵ und einer entsprechenden „Background Note“⁵⁴⁶ sowie um den Entwurf der Verordnung: *„Draft Commission Regulation implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive“*⁵⁴⁷ und einer weiteren erläuternden „Background Note“⁵⁴⁸. Die folgenden Ausführungen zur Ebene II beziehen sich hauptsächlich auf diese Entwürfe.

2.3.3.2 Vorgaben auf Ebene I

2.3.3.2.1 Anwendungsbereich

Der Begriff der „Anlageberatung“ („Investment Advise“) wird auf der Ebene I (MiFID) eingeführt. Als Anlageberatung gilt „die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf

⁵⁴³ Vgl. EU-Kommission 2005b: Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente in Bezug auf bestimmte Fristen, 14.06.2005. Vgl. auch EU-Kommission 2006b: Abschnitt I, S. 1

⁵⁴⁴ Vgl. o. A.: „Weiterer Aufschub für EU-Wertpapierrichtlinie (MiFID) geplant“, in: Manager-Magazin, 18.11.2005, www.manager-magazin.de

⁵⁴⁵ Vgl. EU-Kommission 2006a

⁵⁴⁶ Vgl. EU-Kommission 2006b

⁵⁴⁷ Vgl. EU-Kommission 2006c

⁵⁴⁸ Vgl. EU-Kommission 2006d

Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf eine oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten bezieht“.⁵⁴⁹ Dagegen bietet die Rahmenrichtlinie keine Definition für den Begriff „Finanzanalyse“ (Investment Research), diese wird erst auf Ebene II gegeben.

Im Gegensatz zur Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 erfasst die MiFID die Finanzanalyse (Investment Research) in ihrem Anwendungsbereich, und zwar als Wertpapiernebendienstleistung⁵⁵⁰. Damit finden für Wertpapierfirmen bei der Erstellung oder Verbreitung von Investment Research die Vorgaben der MiFID, insbesondere die Vorgaben zu den Organisationspflichten und zum Umgang mit Interessenkonflikten⁵⁵¹, unmittelbar Anwendung. Ersteller von Investment Research, die keine Wertpapierfirmen sind, fallen nicht in den Anwendungsbereich der MiFID.

2.3.3.2.2 Allgemeine Vorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten

Die Rahmenrichtlinie enthält keine speziellen Vorgaben für die Erstellung oder Verbreitung von Investment Research. Es wird jedoch eine Reihe von Vorgaben hinsichtlich der organisatorischen Maßnahmen gemacht, die Wertpapierfirmen bei der Erbringung von Wertpapierdienst- und Wertpapiernebendienstleistungen zu ergreifen haben. Im Rahmen dieser Arbeit soll insbesondere auf die Regelungen zum Umgang mit Interessenkonflikten eingegangen werden, da diese auch für Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verbreitung von Wertpapier- und Finanzanalysen Anwendung finden.

Die MiFID normiert in Artikel 13, dass Wertpapierfirmen dauerhaft wirksame organisatorische und verwaltungstechnische Maßnahmen ergreifen müssen, um zu verhindern, dass Interessenkonflikte i. S. d. Artikels 18 MiFID Kundeninteressen schaden⁵⁵².

⁵⁴⁹ Vgl. EU-Kommission 2004: Artikel 4, Abs. (1), Nr. 4

⁵⁵⁰ Vgl. EU-Kommission 2004: Artikel 4, Abs. (1), Nr. 3, 2004/39/EG (MiFID) i. V. m. Anhang I, Abschnitt B, Nr. 5

⁵⁵¹ Vgl. EU-Kommission 2004: Artikel 13, Abs. (2), 2004/39/EG (MiFID) i. V. m. Artikel 18, 2004/39/EG (MiFID)

In Artikel 18 MiFID werden allgemeine Vorgaben zum sachgerechten Umgang mit Interessenkonflikten bei der Erbringung von Wertpapier- und Wertpapiernebendienstleistungen gemacht. So wird zunächst gefordert, dass Wertpapierfirmen geeignete Verfahren vorzuhalten haben, um Interessenkonflikte zwischen der Firma, einschließlich der Geschäftsleitung, ihren Beschäftigten und vertraglich gebundenen Vermittlern („Tied Agents“) oder anderen Personen, die mit ihnen durch direkte oder indirekte Kontrolle verbunden sind, und ihren Kunden oder zwischen ihren Kunden untereinander zu erkennen, die bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen oder einer Kombination davon entstehen⁵⁵³.

Sollten die ergriffenen Maßnahmen zur Regelung von Interessenkonflikten nach vernünftigem Ermessen nicht ausreichen, um das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden, sind die Art und die Quellen der Interessenkonflikte dem Kunden vor Geschäftsabschluss offen zu legen⁵⁵⁴.

2.3.3.2.3 Ermächtigung zum Erlass von Durchführungsbestimmungen

Die Kommission wird in Artikel 18, Abs. 3 MiFID ermächtigt, im Rahmen der Ebene II i) Vorschriften zu den Maßnahmen zu erlassen, die als geeignet erscheinen, Konflikte zu erkennen, zu vermeiden, zu regeln und/oder offen zu legen⁵⁵⁵, und ii) Kriterien festzulegen, anhand deren Typen von Interessenkonflikten bestimmt werden können⁵⁵⁶.

Die Kommission hat von der Ermächtigung Gebrauch gemacht und nach ausführlicher Konsultation⁵⁵⁷ mit dem Committee of European Securities Regulators (CESR) einen Entwurf für eine Richtlinie⁵⁵⁸ zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG in Bezug auf die Organisationspflichten und die

⁵⁵² Vgl. Artikel 13, Abs. 3, 2004/39/EG (MiFID)

⁵⁵³ Vgl. Artikel 18, Abs. 1, 2004/39/EG (MiFID)

⁵⁵⁴ Vgl. Artikel 18, Abs. 2, 2004/39/EG (MiFID)

⁵⁵⁵ Vgl. Artikel 18, Abs. 3(a), 2004/39/EG (MiFID)

⁵⁵⁶ Vgl. Artikel 18, Abs. 3(b), 2004/39/EG (MiFID)

⁵⁵⁷ Vgl. u. a. EU-Kommission 2006b, Abschnitt 1

⁵⁵⁸ Vgl. EU-Kommission 2006a

„Operating Conditions“ von Wertpapierfirmen sowie einen Entwurf einer Verordnung⁵⁵⁹ zu den Aufbewahrungs- und Meldepflichten sowie zur Transparenz und Zulassung von Finanzinstrumenten am 06.02.2006 vorgelegt.

Die Frage, ob die Durchführungsmaßnahmen als Richtlinie oder als Verordnung im Rahmen des Lamfalussy-Prozesses erlassen werden sollen, wurde dabei strittig diskutiert⁵⁶⁰. Die Umsetzung mittels Richtlinie bietet den nationalen Behörden größere Flexibilität bei der Umsetzung in nationales Recht⁵⁶¹. Allerdings besteht hiermit auch die Gefahr unterschiedlicher Umsetzungen, was nur durch eine Verordnung mit unmittelbarer Wirksamkeit hätte vermieden werden können⁵⁶².

2.3.3.3 Vorgaben auf Ebene II

2.3.3.3.1 Anwendungsbereich

Der Entwurf der Durchführungsrichtlinie legt den Begriff „Investment Research“ als eine Unterkategorie der Empfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsrichtlinie an.⁵⁶³

„Investment Research“ wird definiert als: „... research or other information recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning one or several financial instruments or the issuers of financial instruments, including any opinion as to the present or future value or price of such instruments, intended for distribution channels or for the public, and in relation to which the following conditions are met:

- (a) it is labelled or described as investment research or in similar terms, or is otherwise presented as an objective or independent explanation of the matters contained in the recommendation;

⁵⁵⁹ Vgl. EU-Kommission 2006c

⁵⁶⁰ Hinsichtlich der Frage, welche Vor- und Nachteile eine Umsetzung mittels Richtlinie (Directive) oder mittels Verordnung (Regulation) besitzt, vgl. u. a. EU-Kommission 2006d, Abschnitt 2, S. 3 f.

⁵⁶¹ Vgl. EU-Kommission 2005d: Erwägungsgrund (5)

⁵⁶² Vgl. EU-Kommission 2005d: Erwägungsgrund (6)

⁵⁶³ Vgl. EU-Kommission 2006b: Abschnitt 6.2. und EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 24

- (b) if the recommendation in question were made by an investment firm to a client, it would not constitute the provision of investment advice for the purposes of Directive 2004/39/EC.”⁵⁶⁴

Das Investment Research ist sachlich einerseits von der Anlageberatung⁵⁶⁵ (Investment Advice) i. S. d. Artikels 4, Abs. 1, Nr. 4 MiFID und andererseits von Marketingmaßnahmen abzugrenzen⁵⁶⁶.

Der Entwurf der Durchführungsrichtlinie führt in Artikel 52 genauer aus, was im Sinne einer Anlageberatung unter einer „persönlichen Empfehlung“ zu verstehen ist⁵⁶⁷:

“a personal recommendation is a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or potential investor. That recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the following sets of steps:

- (a) to buy, sell, subscribe for, exchange, redeem, hold or underwrite a particular financial instrument;
- (b) to exercise or not to exercise any right conferred by a particular financial instrument to buy, sell, subscribe for, exchange, or redeem a financial instrument.

A recommendation is not a personal recommendation if it is issued exclusively through distribution channels or to the public.”

⁵⁶⁴ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 24, Abs. 1

⁵⁶⁵ Als Anlageberatung wird definiert: „die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf eine oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten bezieht“.

⁵⁶⁶ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 24, Abs. 2 sowie Erwägungsgrund 25

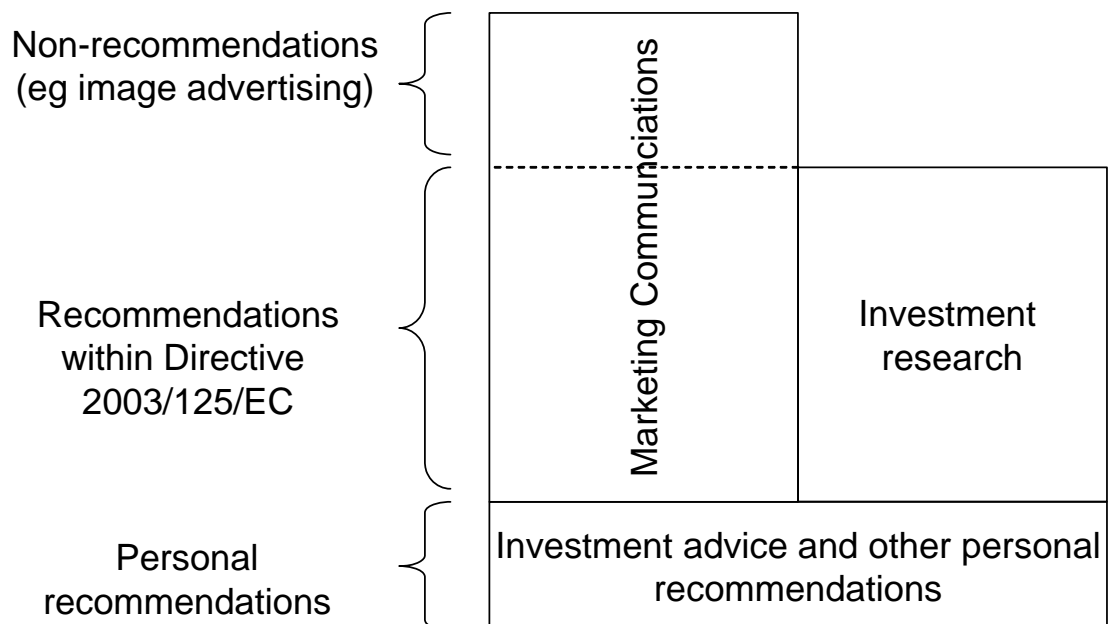
⁵⁶⁷ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 52

Unter Marketingmaßnahmen wird im Rahmen der MiFID eine Empfehlung i. S. d. Marktmissbrauchsrichtlinie verstanden, die weder Investment Research noch Anlageberatung, wie oben definiert, darstellt.

Marketingunterlagen sind durch Wertpapierfirmen als solche zu kennzeichnen und es ist in den Unterlagen (oder bei mündlichen Empfehlungen entsprechend) darauf hinzuweisen, dass sie weder unter Beachtung der strengeren Regeln zur Förderung von unabhängigem Investment Research erstellt wurden noch dem Verbot des „Dealing ahead of Research“ der Richtlinie unterliegen⁵⁶⁸. Investment Research muss seinerseits als objektives oder unabhängiges Research gekennzeichnet werden und darf keine Anlageberatung darstellen⁵⁶⁹.

Die folgende Abbildung veranschaulicht das Verhältnis der Begriffe „Investment Advice“, „Investment Research“ und „Marketing Communications“ zueinander.

Abbildung 23 – Verhältnis der Begriffe „Investment Advice“, „Investment Research“ und „Marketing Communications“



Quelle: EU-Kommission 2006b, Figure 2

⁵⁶⁸ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 24, Abs. 2

⁵⁶⁹ Vgl. EU-Kommission 2006b: Abschnitt 6.2.

Der Entwurf der Durchführungsrichtlinie definiert in Artikel 2, Abs. 4 Finanzanalysten als Personen, die den Inhalt eines Investment Research erstellen⁵⁷⁰. Allerdings werden durch die Vorgaben der MiFID nur Analysten erfasst, die in Wertpapierfirmen angestellt sind⁵⁷¹.

2.3.3.3.2 Allgemeine Vorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten

Die Artikel 21 - 23 der Durchführungsrichtlinie machen eine Reihe von konkretisierenden Vorgaben zum sachgerechten Umgang mit Interessenkonflikten für Investmentfirmen.

Artikel 21 der Durchführungsrichtlinie nennt fünf Typen von Situationen, die i. S. d. Artikel 13 und 18 der MiFID geeignet erscheinen, Interessenkonflikte zwischen der Wertpapierfirma und ihren Kunden bzw. zwischen unterschiedlichen Kunden der Wertpapierfirma auszulösen⁵⁷².

Artikel 22 des Entwurfs fordert, dass Wertpapierfirmen in Umsetzung der Vorgaben der Artikel 13 und 18 MiFID

- (1) eine schriftliche Richtlinie zum Umgang mit Interessenkonflikten erlassen und umsetzen, die die Struktur und Größe der Organisation der Wertpapierfirma und, sofern die Wertpapierfirma Teil einer Gruppe ist, die Interessenkonflikte, die sich hieraus ergeben können, berücksichtigt⁵⁷³,
- (2) in der besagten Richtlinie Angaben über die in Abhängigkeit des konkreten Geschäftsmodells zu erwartenden Interessenkonflikte machen und erklären, wie die Interessenkonflikte sachgerecht behandelt werden⁵⁷⁴,
- (3) sicherstellen, dass Mitarbeiter der Wertpapierfirma, die in Geschäftsaktivitäten mit Konfliktpotential für die Kunden (wie in (1)

⁵⁷⁰ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 2, Abs. 4

⁵⁷¹ Siehe dazu auch oben Teil V2.3.3.2.1

⁵⁷² Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21. Die Typen wurden bereits oben in Teil IIII1 vorgestellt.

⁵⁷³ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22; Abs. 1

⁵⁷⁴ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 2

identifiziert) tätig werden, voneinander hinreichend unabhängig sind⁵⁷⁵, und zwar durch i) den Einsatz von Verfahren zur Kontrolle und Steuerung des Informationsaustauschs⁵⁷⁶, ii) die Einführung separater Berichtslinien (supervision)⁵⁷⁷, iii) Sicherstellung unabhängiger Bezahlung bei konfligierenden Bereichen⁵⁷⁸, iv) Verhinderung unzulässiger Einflussnahme⁵⁷⁹ und v) organisatorische Separierung von Geschäftsaktivitäten, sofern die Wertpapierfirma Geschäftsaktivitäten betreibt, die unterschiedliche Kundeninteressen vertreten⁵⁸⁰.

Sofern es hinreichende Zweifel gibt, ob die beschriebenen Maßnahmen ausreichen, um die Konflikte interessengerecht zu lösen, sind die Interessenkonflikte den Kunden durch die Wertpapierfirma offen zu legen⁵⁸¹.

Die Offenlegung hat gemäß Artikel 22, Abs. 5 derart zu erfolgen, dass i) die Offenlegung in einem dauerhaften Medium (z. B. schriftlich) erfolgt und ii) die Offenlegung in einer Art und Weise erfolgt, die den Kundentyp berücksichtigt und den Kunden in die Lage versetzt, eine informierte Entscheidung über die konfligierende Wertpapierdienstleistung oder -nebendienstleistung zu treffen⁵⁸².

Wertpapierfirmen müssen zudem gemäß Artikel 23 des Entwurfs die konkreten Fälle, in denen es tatsächlich zu erheblichen Interessenkonflikten bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen kommt bzw. kommen kann, dokumentieren.⁵⁸³

⁵⁷⁵ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 3, Satz 1

⁵⁷⁶ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (a)

⁵⁷⁷ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (b)

⁵⁷⁸ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (c)

⁵⁷⁹ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (d)

⁵⁸⁰ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (e)

⁵⁸¹ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 4

⁵⁸² Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 22, Abs. 5

⁵⁸³ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 23

2.3.3.3.3 Zusätzliche organisatorische Anforderungen bei der Erstellung und Verbreitung von Investment Research

Wertpapierfirmen, die Investment Research zur Verbreitung an Kunden oder die Öffentlichkeit erstellen oder erstellen lassen, müssen eine Reihe von gesonderten organisatorischen Anforderungen beachten, um die Vorgaben der MiFID (Artikel 13, Abs. 3) zu erfüllen⁵⁸⁴. Die Vorgaben basieren wesentlich⁵⁸⁵ auf den IOSCO-Grundsätzen „Principles for Addressing Sell-side Equity Research Conflicts of Interest“ vom September 2003⁵⁸⁶.

Die Maßnahmen dienen dem Schutz der Unabhängigkeit der Analysten, insbesondere in Situationen, in denen es zu Interessenkonflikten zwischen den Interessen der Wertpapierfirma und den Kunden, für die das Research bestimmt ist, oder zwischen anderen Kunden der Firma und den Researchkunden kommen kann⁵⁸⁷.

Daher fordert Artikel 25, Abs. 1 des Entwurfs der Durchführungsrichtlinie, dass alle in Artikel 22, Abs. 3 genannten Maßnahmen zum Umgang mit Interessenkonflikten in Wertpapierfirmen im Allgemeinen auch hinsichtlich der Erstellung und Verbreitung von Investment Research Anwendung finden⁵⁸⁸.

Die Anforderungen können als allgemeine Organisationspflichten für das Investment Research bezeichnet werden. Sinngemäß umfassen sie die folgenden Vorschriften:

- (1) Einrichtung effektiver Verfahren zur Verhinderung oder Kontrolle des Informationsaustausches zwischen Analysten und anderen Bankbereichen und -mitarbeitern (z. B. Corporate Finance, Trading und

⁵⁸⁴ Vgl. EU-Kommission 2006b: Abschnitt 6.2.

⁵⁸⁵ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 1

⁵⁸⁶ Vgl. IOSCO 2003a

⁵⁸⁷ Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 26, vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2.

⁵⁸⁸ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 1

Sales)⁵⁸⁹, sofern aus dem Austausch die Gefahr der Verletzung von Kundeninteressen erwachsen kann⁵⁹⁰

- (2) Einrichtung von Berichtslinien (separate supervision) für Analysten, die unabhängig von den Bereichen der Wertpapierfirma sind, die Interessenkonflikte auslösen können⁵⁹¹
- (3) Sicherstellung einer unabhängigen der Bezahlung von Analysten von den Erträgen oder Umsätzen anderer Geschäftsfelder, sofern Interessenkonflikte zwischen diesen Aktivitäten und dem Research entstehen können⁵⁹²
- (4) Einrichtung von Verfahren, die verhindern, dass Dritte einen unangemessenen Einfluss auf die Erstellung oder Verbreitung von Investment Research ausüben⁵⁹³
- (5) Einrichtung von Verfahren, die verhindern bzw. überwachen, ob bzw. wie Analysten gleichzeitig oder nacheinander an der Erbringung von unterschiedlichen Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen teilhaben, sofern die Erbringung nachteiligen Einfluss auf den Umgang mit Interessenkonflikten haben kann⁵⁹⁴

In den Erwägungsgründen wird die Teilnahme von Analysten während der Erstellung von Investment Research an anderen Tätigkeiten als der Erstellung von Research abgelehnt, sofern dies die Objektivität des Analysten gefährdet oder auch zumindest die Gefahr besteht. Als Beispiele für derartige andere Tätigkeiten werden die Teilnahme an Investmentbankingaktivitäten wie z. B. Corporate-Finance-Geschäft, die

⁵⁸⁹ Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 27, vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2.

⁵⁹⁰ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21, Abs. 1, i. V. m. Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (a)

⁵⁹¹ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21, Abs. 1, i. V. m. Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (b)

⁵⁹² Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21, Abs. 1, i. V. m. Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (c)

⁵⁹³ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21, Abs. 1, i. V. m. Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (d)

Platzierung von Wertpapieren, die Teilnahme an Pitches oder Road Shows sowie die Vorbereitung von Marketingmaterialien genannt⁵⁹⁵.

Damit wird aller Voraussicht nach eine Reihe der u. a. bereits in den USA geregelten Organisationspflichten, wie z. B. die unabhängige Berichtslinie (Nr. 3) oder die Art und Weise der Vergütung (Nr. 2), sowie eine Reihe weiterer bereits am Markt etablierten Verfahren, wie z. B. das Chaperoning (Nr. 4) oder das Verbot der Teilnahme an Pitches (Nr. 5), auch in der EU explizit normiert werden. Der Einsatz von Chinese-Wall-, Wall-Crossing- und Research-Clearing-Verfahren⁵⁹⁶ wird damit ebenfalls weiter an Bedeutung gewinnen (Nr. 1).

Darüber hinaus führt Artikel 25, Abs. 2 spezielle Organisationspflichten für Wertpapierfirmen hinsichtlich der Erstellung und Verbreitung von Investment Research ein. Demnach sind die Firmen dazu verpflichtet, angemessene Verfahren vorzuhalten, die sicherstellen, dass die folgenden Verbote eingehalten werden:

- (1) Verbot von i) Mitarbeitergeschäften des Analysten (umfasst auch Geschäfte seiner Familienangehörigen⁵⁹⁷), ii) Mitarbeitergeschäften anderer Mitarbeiter und iii) Geschäften der Wertpapierfirma (ausgenommen sind explizit Market-Making-Geschäfte und Execution-only-Geschäfte von Kunden), sofern die Mitarbeiter über den Zeitpunkt oder Inhalt eines anstehenden Investment Research Kenntnis haben und der Zeitpunkt und der Inhalt nicht öffentlich bekannt sind (Dealing ahead of Research). Das Verbot gilt so lange, bis die berechtigten Empfänger des Investment Research eine vernünftige Möglichkeit hatten, auf das Research zu reagieren⁵⁹⁸.

⁵⁹⁴ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 21, Abs. 1, i. V. m. Artikel 22, Abs. 3, Satz 2 (e)

⁵⁹⁵ Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 33, vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2.

⁵⁹⁶ Siehe dazu auch oben in Teil IV4.4 und Teil IV4.7.2

⁵⁹⁷ Dazu zählen Ehepartner, Kinder oder Stiefkinder und jeder andere Verwandte, der zum Zeitpunkt des Mitarbeitergeschäfts bereits ein Jahr im Haushalt des Analysten lebt. Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 2, Abs. 6

⁵⁹⁸ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (a)

Welche Zeitspanne als ausreichend angesehen wird, wird nicht genannt. Die Diskussion dieser Frage unten in Abschnitt 4.4 kann hierzu jedoch Anhaltspunkte liefern.

- (2) Verbot von Mitarbeitergeschäften der Analysten entgegen ihren eigenen Empfehlungsaussagen. Dabei handelt es sich um ein Verbot mit Genehmigungsvorbehalt, d. h., in außergewöhnlichen Umständen⁵⁹⁹ und sofern es sich nicht um „Dealing ahead of Research“ handelt, kann nach vorheriger Zustimmung durch Compliance oder die Rechtsabteilung und unter Angabe der Gründe ein Mitarbeitergeschäft erfolgen⁶⁰⁰.
- (3) Den Analysten, der Wertpapierfirma und anderen relevanten Personen, die in die Erstellung des Investment Research involviert sind, wird verboten, Geschenke von Parteien mit wesentlichem Interesse (z. B. Emittenten) am Ausgang des Research anzunehmen⁶⁰¹. Dabei können die Wertpapierfirmen in ihren Richtlinien zum Umgang mit Geschenken Erheblichkeitsschwellen festlegen⁶⁰².
- (4) Verbot der Zusage von Gefälligkeitsresearch an Emittenten⁶⁰³
- (5) Es ist Emittenten sowie Bereichen der Wertpapierfirma mit einem Interesse am Inhalt einer Studie nicht gestattet, die Entwürfe von Investment Research hinsichtlich der fachlichen Korrektheit zu überprüfen, sofern die Entwürfe Empfehlungsaussage und Preisziel enthalten⁶⁰⁴. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass es nicht verboten ist, Studien ohne Empfehlungsaussage und Preisziel zur Prüfung der fachlichen Korrektheit an Emittenten und andere Bereiche weiterzuleiten. Jedoch wird dies nur unter Beachtung von

⁵⁹⁹ Eine derartige Situation kann eintreten, wenn der Analyst eine Position aus persönlichen finanziellen Gründen auflösen muss. Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 28

⁶⁰⁰ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (b)

⁶⁰¹ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (c)

⁶⁰² Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 29

⁶⁰³ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (d)

⁶⁰⁴ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (e)

entsprechenden konfliktbegrenzenden Maßnahmen möglich sein (z. B. Dokumentation oder Chaperoning).

2.3.3.3.4 Vorgaben für die Weitergabe von Investment Research Dritter

Verbreitet eine Wertpapierfirma Investment Research Dritter an Kunden oder die Öffentlichkeit, muss sie die Vorgaben des vorangegangenen Abschnitts nicht beachten, sofern sie die folgenden vier Bedingungen erfüllt⁶⁰⁵:

- (1) Der Ersteller des Investment Research ist kein Konzernunternehmen.
- (2) Die Wertpapierfirma ändert die Empfehlungsaussage des Investment Research nicht wesentlich.
- (3) Die Wertpapierfirma stellt das Research nicht als ihr eigenes dar.
- (4) Die Wertpapierfirma überprüft, ob der Ersteller des Investment Research den Vorschriften der Durchführungsrichtlinie oder vergleichbaren Vorschriften Genüge tut.

2.3.3.3.5 Vorgaben für die Erstellung und Verbreitung von Investment Research außerhalb von Investmentfirmen

Wie bereits oben erörtert, unterliegt die Erstellung oder Verbreitung von Investment Research durch andere als Wertpapierfirmen nicht den Bestimmungen der MiFID⁶⁰⁶. Nichtsdestotrotz wird in den Erwägungsgründen der Durchführungsrichtlinie anderen Erstellern von Investment Research empfohlen, ebenfalls interne Richtlinien und Prozesse zu implementieren, die geeignet sind, sicherzustellen, dass die prinzipiellen Vorgaben der MiFID eingehalten werden, um so die Unabhängigkeit und Objektivität auch dieses Research zu schützen⁶⁰⁷.

⁶⁰⁵ Vgl. EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 3

⁶⁰⁶ Siehe dazu oben Teil V2.3.3.2.1

⁶⁰⁷ Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 34, vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2.

2.3.3.4 Würdigung

Die Vorgaben der Ebene I und die Vorschläge der Ebene II erscheinen insgesamt geeignet, die Interessenkonflikte der Analysten weiter zu minimieren, und decken sich prinzipiell mit den Vorschriften der SEC, NYSE und NASD. Es ist insbesondere zu begrüßen, dass die Vorschriften nicht zu sehr ins Detail gehen, sondern weiterhin auf prinzipienbasierte Regulierung setzen⁶⁰⁸ und so den Besonderheiten der einzelnen Wertpapierfirmen Rechnung tragen. Insbesondere ist die Definition des Investment Research zu begrüßen, da hiermit wieder Klarheit geschaffen wird, welche Materialien als Research gelten und welche nicht, nämlich nur die auch so bezeichneten bzw. in diesem Sinne verwendeten Publikationen.

Für die Investmentbanken dürften sich in der Praxis überschaubare Änderungen bei der Erstellung und Verbreitung von Research ergeben, da viele der neuen Vorgaben (z. B. separate Berichtslinien, Chaperoning, Beteiligung an Investmentbankingtransaktionen, Mitarbeitergeschäfte der Analysten, Überprüfung von Researchentwürfen) bereits im eigenen Interesse in das organisatorische Standardrepertoire der Banken bei der Researcherstellung und -verbreitung aufgenommen wurden⁶⁰⁹.

2.4 Neue Regelungen der UK FSA

In Großbritannien wurde im Jahr 2001 u. a. durch einen Bericht über die Angemessenheit von Gebühren in Investmentgesellschaften⁶¹⁰ die Diskussion über Interessenkonflikte, insbesondere über die Frage der „Soft Commissions“⁶¹¹, ausgelöst. In der Folge wurden durch die FSA die möglichen Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research grundsätzlich diskutiert sowie das Thema „Soft Commissions und Unbundling“ mittels Konsultation und Policy Statements adressiert. Beide Aspekte werden im Folgenden näher vorgestellt.

⁶⁰⁸ Vgl. EU-Kommission 2006b, Abschnitt 2.1

⁶⁰⁹ Siehe dazu u. a. unten in Teil V5

⁶¹⁰ Vgl. FSA Newsletter CP176, http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp176_newsletter.pdf

⁶¹¹ Investmentgesellschaften erhalten oftmals kostenlosen Zugriff auf Researchberichte, IT-Systeme oder Räumlichkeiten von Brokern, über die sie ihre Aufträge abwickeln. Diese Praxis wird als Soft Commissions oder Soft Dollars bezeichnet. Vgl. Loistl / Petrag 2002, S. 80, oder Boatright 1999, S. 71 f.

2.4.1 Policy Statement der FSA zu „Conflicts of interest in investment research“

Im Juli 2002 veröffentlichte die FSA ihr Diskussionspapier DP15 „Investment Research: Conflicts & other issues“⁶¹². Unter Bezugnahme auf die zum damaligen Zeitpunkt aktuellen Regelungsvorhaben der NASD, der NYSE sowie der IOSCO stellt das Papier die Sichtweise der FSA hinsichtlich der Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Investment Research dar. Die FSA stellt dabei heraus, dass Interessenkonflikte als immanent angesehen werden müssen und stellt zunächst die Frage, ob daher nicht alle Researchstudien als Marketingmaterialien zu kennzeichnen seien⁶¹³. Gleichzeitig wird auf die Bedeutung konfliktvermeidender Maßnahmen in den Wertpapierfirmen hingewiesen⁶¹⁴. Letztlich wird aber der Gedanke verworfen, die Sicherung der Unabhängigkeit von Research den Marktkräften allein zu überlassen⁶¹⁵. Im Februar 2003 und im Oktober 2003 folgten die Konsultationspapiere CP171⁶¹⁶ und CP205⁶¹⁷. Darin wird u. a. betont, dass die Geschäftsleitung die Verantwortung für die Umsetzung der Researchstandards trägt.

Als ein Ergebnis der Diskussion veröffentlichte die FSA im März 2004 ein Policy Statement zu „Conflicts of interest in investment research“⁶¹⁸ mit dem Ziel, die Transparenz der Researcherstellung in Banken zu stärken. U. a. führte das Statement verbindlich zum 1. Juli 2004 Änderungen in die FSA Conduct of Business Rules ein. So wird gefordert, dass i) Banken eine „Research Conflict Policy“ veröffentlichen, die die wichtigsten organisatorischen Vorkehrungen der Banken im Zusammenhang mit der Erstellung von Research beschreibt (vgl. Anlage 1 für ein konkretes Policy-Beispiel einer Investmentbank)⁶¹⁹, ii) Banken Eigengeschäfte vor Researchveröffentlichungen (Dealing ahead of Research) nur in wenigen Ausnahmefällen (z. B. Market Making) durchführen dürfen⁶²⁰ und iii) Mitarbeitergeschäfte von Analysten nicht entgegen ihren eigenen

⁶¹² Vgl. FSA 2002

⁶¹³ Vgl. FSA 2002, Abschnitt 8.3

⁶¹⁴ Vgl. FSA 2002, Abschnitt 8.4

⁶¹⁵ Vgl. FSA 2002, Abschnitt 8.5

⁶¹⁶ Vgl. FSA 2003a

⁶¹⁷ Vgl. FSA 2003c

⁶¹⁸ Vgl. FSA 2004

⁶¹⁹ Vgl. FSA 2004, Abschnitt 2.8-2.10

⁶²⁰ Vgl. FSA 2004, Annex 4, Abschnitt 5 ff., S. 39

Empfehlungen erfolgen dürfen⁶²¹. Die Vorschläge sind insgesamt zu begrüßen, da sie im Wesentlichen auf prinzipielle Verhaltens- und Organisationsprinzipien abzielen und so den Firmen genug Flexibilität bei der konkreten Ausgestaltung einräumen.

2.4.2 Unbundling und Soft Commissions

Mit „Bundling“ bezeichnet man die Praxis von Brokern bzw. Banken, einzelne Dienstleistungen für ihre Kunden, insbesondere institutionelle Anleger, zusammengefasst („to bundle“) anzubieten und zu verrechnen⁶²². Die Kosten lassen sich vom Kunden dabei nicht auf die einzelnen Dienstleistungen aufteilen. Oftmals werden durch Banken die folgenden Dienstleistungen im Paket angeboten und mittels einer einheitlichen Gebühr abgegolten: Wertpapierorderannahme, Transaktionsdurchführung, Researcherstellung, Depotverwaltung sowie der Zugang zu IT-Systemen (z. B. Bloomberg). Die Dienstleistungen lassen sich oft nicht separat erwerben.

Die Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem Bundling stehen nicht direkt mit der Erstellung von unabhängigem und objektivem Research im Zusammenhang. Sie betreffen vielmehr Interessenkonflikte zwischen den Investoren und ihren Investmentmanagern. Allerdings ist für die spätere Diskussion eines „level playing field“ für bankenunabhängige Analysehäuser und Investmentbanken die Praxis des Bundling von erheblicher Bedeutung. Wir kommen darauf in Teil VI1.3 zurück.

Die FSA hat die Geschäftspraxis des „Bundling“ und der „Soft Commissions“ in Großbritannien vor allem im institutionellen Fonds-Management-Markt untersucht und die Ergebnisse der Untersuchung in ihrem Consultation Paper CP176 veröffentlicht⁶²³. Das Papier identifiziert vier grundsätzliche Vorbehalte in Verbindung mit dem „Bundling“⁶²⁴:

⁶²¹ Vgl. FSA 2004, Annex 4, Abschnitt 8 ff., S. 40

⁶²² Vgl. FSA 2003b, Abschnitt 3.3, S. 13

⁶²³ Vgl. FSA 2003b

⁶²⁴ Vgl. FSA 2003b, Abschnitt 3, S. 12 ff.

- (1) Die aus dem „Bundling“ entstehenden Interessenkonflikte können nur schlecht kontrolliert werden, da die Gebührenstruktur den Fondskunden nicht transparent ist.
- (2) „Bundling“-Vereinbarungen können die Kauf- und Verkaufsentscheidungen und die Vergabe von Aufträgen durch die Fondsmanager unzulässig beeinflussen. So ist nicht auszuschließen, dass die Aufträge der Fondsmanager über Broker geleitet werden, die höhere Transaktionskosten als üblich in Rechnung stellen, andererseits aber dem Fondsmanager kostenlos IT-Systeme zur Nutzung überlassen. Da die Transaktionskosten den Anlegern direkt in Rechnung gestellt werden können, die Nutzung von IT-Systemen aber nicht, besteht somit die Gefahr, dass Kundeninteressen verletzt werden.
- (3) Eine Offenlegung der „Bundling“-Vereinbarungen erscheint als nicht ausreichend, um die Interessenkonflikte zu lösen, da es zum einen praktisch schwierig ist, die Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu trennen, und zum anderen die Vergabe von Fonds-Management-Mandaten meist über die jährliche Managementgebühr entschieden wird und nicht über die Höhe der Transaktionsgebühren.
- (4) „Bundling“-Vereinbarungen und „Soft Commission“-Vereinbarungen weisen einen ähnlichen Effekt hinsichtlich der möglichen Interessenkonflikte auf und werden daher von der FSA in derselben regulatorischen Weise behandelt.

Verbindliche regulatorische Maßnahmen wurden in dem Consultation Paper der FSA nicht festgelegt, jedoch finden sich dort zwei grundsätzliche Maßnahmenvorschläge:

- (1) Einschränkung der Dienstleistungen, die mit der Ausführung von Wertpapieraufträgen zusammen angeboten werden dürfen, insbesondere

Verbot der kostenlosen Nutzung von Marktinformationssystemen durch die Fondsmanager („Unbundling“)⁶²⁵.

- (2) Die Kosten für andere gebündelte Dienstleistungen, z. B. für Research, dürfen weiterhin als Teil der Kommissionsgebühren an die Fondskunden berechnet werden. D. h., es wird kein „Unbundling“ von Research gefordert, jedoch wird von den Fondsmanagern erwartet, dass sie die Kosten für Research ihren Kunden offen legen und den Kundenvermögen gutschreiben⁶²⁶.

Verbindliche Regeln wurden durch die FSA mit ihrem im Juli 2005 veröffentlichten Policy Statement 05/9⁶²⁷ eingeführt, die zum 1. Januar 2006 in Kraft traten, wobei den betroffenen Instituten eine sechsmonatige Übergangsfrist eingeräumt wurde. Das Policy Statement folgte einer letzten Konsultation im Mai 2005⁶²⁸ und verlangt, dass

- (1) Handelsgebühren („dealing commissions“) der Investmentgesellschaften nur für ausgewählte Dienstleistungen („permitted services“) der Broker bezahlt werden dürfen⁶²⁹. Research gilt als „permitted service“⁶³⁰, aber nur, wenn das Research originär ist sowie Datenanalysen enthält, um sinnvolle Empfehlungen abzuleiten, sowie einen wichtigen Beitrag zur Investmententscheidung der Investmentgesellschaft liefert⁶³¹. Für den Fall, dass Research durch den Broker bereitgestellt wird, ist dies den Kunden des Investmentmanagers vor Eingehen einer Geschäftsbeziehung und dann regelmäßig offen zu legen⁶³². Nicht in den Katalog der zulässigen Dienstleistungen des Brokers für die Investmentgesellschaft fallen z. B. Computerausrüstung, Depotgebühren und Reisekosten⁶³³.

⁶²⁵ Vgl. FSA 2003b, Abschnitt 4.4 ff., S. 24 ff.

⁶²⁶ Vgl. FSA 2003, Abschnitt 4.13 ff., S. 26 ff.

⁶²⁷ Vgl. FSA 2005b

⁶²⁸ Vgl. FSA 2005a

⁶²⁹ Vgl. FSA 2005b, Appendix 1 – Final Handbook Text, 7.18.3 R

⁶³⁰ Im Gegensatz zu CP 176

⁶³¹ Vgl. FSA 2005b, Appendix 1 – Final Handbook Text, 7.18.5 E

⁶³² Vgl. FSA 2005b, Appendix 1 – Final Handbook Text, 7.18.12 E ff.

⁶³³ Vgl. FSA 2005b, Appendix 1 – Final Handbook Text, 7.18.8

- (2) Investmentmanager haben ihren Kunden offen zu legen, wie sich die Handelsgebühren zusammensetzen, inkl. des Ausweises für erhaltene Researchberichte. Nicht zulässige Dienstleistungen sind von den Investmentmanagern und den Brokern separat abzurechnen und dürfen nicht Teil der Handelsgebühren sein.

2.5 Neue Regelungen in der Bundesrepublik

Im Folgenden werden die wichtigsten neuen Regelungen für die Erstellung und Verbreitung von Analysen zu Wertpapieren bzw. zu Finanzinstrumenten in der Bundesrepublik einführend in chronologischer Folge vorgestellt⁶³⁴.

2.5.1 Ehrenkodex

In der Bundesrepublik wurde zunächst im März 2001 versucht, über ein von den Professoren Rosen und Gerke erstelltes Gutachten mit dem Titel „Kodex für eine anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation“⁶³⁵ einen neuen Rahmen für Finanzanalysten, aber auch für Journalisten zu schaffen. Dieser als Ehrenkodex gestaltete Vorschlag nahm allerdings nicht die Hürde über die Börsensachverständigenkommission. Die Gründe lagen u. a. darin, dass i) der persönliche Anwendungsbereich zu weit gefasst war, ii) zahlreiche Problemkreise noch nicht identifiziert waren (z. B. Interessenkonflikte aus der Kommunikation von Analysten mit Emittenten oder Investmentbanking) und iii) ein zu pauschaler Fokus auf das Verhalten der Analysten gesetzt wurde.

2.5.2 Der § 34 b WpHG nach dem 4. FFG

Im Zuge des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes (4. FFG) wurde im Juni 2002 das Thema Interessenkonflikte bei der Erstellung von Wertpapieranalysen durch Wertpapierdienstleister erstmalig im deutschen Kapitalmarktrecht explizit adressiert⁶³⁶. Dazu wurden grundsätzliche Bestimmungen zur Erstellung und Verbreitung von Wertpapieranalysen in das

⁶³⁴ Einen guten Gesamtüberblick einschließlich der Entwicklungen des Jahres 2003 bzw. 2004 bieten Göres 2004 und Schilder 2005

⁶³⁵ Vgl. Rosen / Gerke 2001

Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in den neuen Paragraphen 34 b eingeführt⁶³⁷.

Der persönliche Anwendungsbereich umfasste sowohl die Wertpapieranalysen erstellenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen als auch verbundene Unternehmen⁶³⁸.

Es wurde gefordert, dass Wertpapieranalysen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit erstellt werden⁶³⁹. Gleichzeitig waren mögliche Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse offen zu legen. Das Gesetz benennt drei konkrete Regelbeispiele für die Offenlegung von Interessenkonflikten. Dies sind: (1) die Offenlegung einer Beteiligung in Höhe von mindestens 1 % des Grundkapitals an der der Wertpapieranalyse zugrunde liegenden Gesellschaft; (2) die Offenlegung der Teilnahme an einem Konsortium, das innerhalb von fünf Jahren die zeitlich letzte Emission von Wertpapieren der Gesellschaft, die Gegenstand der Analyse sind, übernommen hat; und (3) die Offenlegung, ob die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrags an der Börse oder am Markt betreut werden⁶⁴⁰.

In der Praxis hat die neue Gesetzeslage zu einer Reihe von Unklarheiten und damit auch zu erheblicher Verunsicherung der Marktteilnehmer und der Medien geführt. Die Unsicherheit bestand hauptsächlich hinsichtlich der Definition und damit des sachlichen Anwendungsbereichs einer Wertpapieranalyse, der richtigen Behandlung von öffentlichen Auftritten von Analysten, des Umgangs mit Veröffentlichungen in den Medien sowie der korrekten Berechnung der offenlegungspflichtigen Beteiligungen⁶⁴¹.

⁶³⁶ Vgl. Gesetz über die weitere Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21. 06.2002, BGBl. I, S. 2010, vgl. auch Schilder 2005, S. 168 f.

⁶³⁷ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1085-1093. Ausführlich auch bei Göres 2004, S. 210 ff.

⁶³⁸ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 211 ff.

⁶³⁹ Vgl. u. a. Braun / Vogel 2003, vgl. auch Göres 2004, S. 239 ff.

⁶⁴⁰ Vgl. Koller, in: Assmann / Schneider 2003, S. 1090, Rd. Nr. 11 ff., vgl. auch Göres 2004, S. 244 ff.

⁶⁴¹ Dazu ausführlich Göres 2004, S. 226 ff., S. 220 ff., S. 245 ff.

2.5.3 Bekanntmachungen und Schreiben der BaFin zum § 34 b WpHG i. d. F des 4. FFG

Die BaFin veröffentlichte am 7. März 2003 nach umfangreichen Konsultationen mit Marktteilnehmern, Interessenverbänden und Medienvertretern eine Bekanntmachung zur Auslegung einzelner Begriffe des § 34 b WpHG⁶⁴². Die Bekanntmachung adressiert u. a. die folgenden Punkte⁶⁴³:

- (1) Eine Wertpapieranalyse liegt unabhängig von der Art der Darbietung (schriftlich, elektronisch oder auf sonstige Weise, z. B. im Rahmen von öffentlichen Auftritten) vor.
- (2) Eine Wertpapieranalyse ist eine der Anlageentscheidung dienende Information, die eine Untersuchung von Wertpapieren oder von deren Emittenten, d. h. insbesondere eine Auswertung oder Bewertung von Unternehmensfinanz- oder Marktdaten, und die Empfehlung eines Wertpapiers im Hinblick auf eine Anlageentscheidung beinhaltet. Daneben wird ein Negativkatalog von Beispielen dafür gegeben, in welchen Fällen es sich nicht um eine Wertpapieranalyse handelt, z. B. einerseits Anlageempfehlungen ohne nähere Erläuterung der betreffenden Wertpapiere oder zum anderen Analysen ohne eine explizite oder implizite Empfehlungsaussage⁶⁴⁴.
- (3) Hinsichtlich der Offenlegung von Interessenkonflikten werden zwei weitere Beispiele genannt, in denen aus Sicht des Amtes eine Offenlegung zwingend erforderlich ist. Hierbei handelt es sich um das Halten einer Nettoverkaufsposition (Short Position) von mindestens 1 % sowie um das Vorhandensein eines Handelsbestandes in Aktien der analysierten Gesellschaft⁶⁴⁵. Die Berechnungsgrundlage für die Ermittlung der Nettoverkaufsposition ist aus der BaFin-Bekanntmachung nicht ersichtlich.

⁶⁴² Vgl. BaFin: „Bekanntmachung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Auslegung einzelner Begriffe in § 34 b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)“, 11.03.2003, www.bafin.de/bekanntmachungen/030307.htm

⁶⁴³ Vgl. Kopp-Colomb 2003

⁶⁴⁴ Ausführlich bei Göres 2004, S. 219 ff.

⁶⁴⁵ Vgl. BaFin 2003, Abschnitt 4 b

Es spricht aber einiges dafür, die Berechnung im Sinne einer negativen Handelsposition in Aktien auszulegen⁶⁴⁶. Für die Angabe des Vorliegens eines Handelsbestands wäre bereits das Vorliegen einer Aktie ausreichend.

Darüber hinaus wird begrüßenswerterweise klargestellt, dass auf weitere mögliche Interessenkonflikte nur dann hinzuweisen ist, soweit nicht durch organisatorische Maßnahmen⁶⁴⁷ die notwendige Vertraulichkeit gegenüber dem Analystenbereich hergestellt werden kann, etwa durch die so genannten Chinese Walls⁶⁴⁸.

(4) In Bezug auf die Berechnung der 1-%-Beteiligungsgrenze nach § 34 b WpHG wird durch das Schreiben der BaFin der Berechnungsmodus konkretisiert⁶⁴⁹. Im Ergebnis sind der Anlagebestand und die Liquiditätsreserve in die Ermittlung der Beteiligung einzubeziehen. Hinsichtlich der Aktualität der Daten wurde der gleiche Modus wie bei den vergleichbaren US-amerikanischen Regeln gewählt⁶⁵⁰.

Diese Anforderungen waren ihrer Art nach durchaus mit denjenigen der NASD/NYSE vergleichbar, jedoch ergaben sich im Detail Unterschiede⁶⁵¹, die die Umsetzung gerade für global agierende Banken schwierig und kostspielig machten. Auch konnten nicht alle Unklarheiten beseitigt werden. Insbesondere blieb der Begriff der Wertpapieranalyse weiterhin unscharf.

Dies führte in der Praxis u. a. dazu, dass die Wertpapierdienstleister die gesamte an Kunden gerichtete Kommunikation hinsichtlich der Anwendbarkeit des § 34 b WpHG zu untersuchen hatten, da nun auch andere als durch die Researchabteilungen der Banken erstellte Informationen durchaus als Wertpapieranalysen im Sinne des Gesetzes zu behandeln waren⁶⁵². Im

⁶⁴⁶ Vgl. Göres 2004, S. 261 ff.

⁶⁴⁷ I. S. d. § 33 Abs. 1 WpHG

⁶⁴⁸ Vgl. BaFin 2003, Abschnitt 4 b

⁶⁴⁹ Ausführlich bei Göres 2004, S. 245 ff.

⁶⁵⁰ Daten dürfen nicht älter als vom Ende des der Analyse vorangegangenen Monats oder des vorletzten Monats sein, falls die Analyse weniger als zehn Tage nach Ende des vergangenen Monats veröffentlicht wird.

⁶⁵¹ Vgl. NASD Rule 2711, NYSE Rule 472. Vgl. Göres 2004, S. 263

⁶⁵² Vgl. Göres 2004, S. 226 ff. Aus den unterschiedlichen Ergebnissen der Untersuchungen von Göres, welche Arten von Publikationen möglicherweise unter die

Ergebnis trafen die umfangreichen Offenlegungspflichten nun auch potenziell für Kundenschreiben anderer Abteilungen zu, sofern diese unter die Definition einer Wertpapieranalyse der BaFin fielen, und dies war leicht der Fall.

Die Unsicherheit beim Umgang mit Wertpapieranalysen in den Print- und TV-Medien hat zwischenzeitlich zu einer Verringerung der öffentlichen Auftritte von Wertpapieranalysten geführt⁶⁵³. Dies steht erklärtermaßen im Widerspruch zu den Interessen der BaFin, die Anleger auch weiterhin mit der Anlageentscheidung dienlichen Informationen ausgestattet zu sehen. Vielmehr hat sich seither insbesondere in TV-Interviews mit Analysten die Praxis herausgebildet, auf Empfehlungen konkreter Einzeltitel zu verzichten und Anlagedispositionen ex post zu kommentieren.

In einem weiteren Schreiben vom 16. Dezember 2003 an die Kreditinstitute äußerte sich die BaFin schließlich zur Bezahlung von Analystenreisen zu Emittentenpräsentationen⁶⁵⁴. Die BaFin vertritt darin die Position, dass Analysten ihre Reisekosten selbst übernehmen sollten, um nicht in einen Interessenkonflikt mit den Emittenten zu geraten. Diese Forderung ist geeignet, möglichen Interessenkonflikten auf diesem Gebiet entgegenzuwirken, leicht umzusetzen und daher zu begrüßen.

2.5.4 Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG

Im Juli 2002 wurden durch die Deutsche Börse AG „Going-Public-Grundsätze“ für Aktien oder aktienvertretende Zertifikate, die in Deutschland öffentlich zum Kauf angeboten und zum Handel im amtlichen oder geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen werden, eingeführt⁶⁵⁵.

Ziel war die Schaffung einheitlicher nationaler und internationaler Standards für das öffentliche Angebot, die Zulassung und die Notierung von Wertpapieren an der Börse sowie die Erhöhung der Transparenz der für die

Definition der Wertpapieranalyse fallen, folgt, dass oftmals eine Einzelfallprüfung erforderlich sein wird.

⁶⁵³ Vgl. u. a. Panitz: „Das große Schweigen“, in: prmagazin, 2003, S. 22-24

⁶⁵⁴ Vgl. BaFin, Dezember 2003, vgl. bspw. Magsamen: „Arbeitsumfeld der Analysten im Visier – BaFin beäugt Einladungsreisen und thematisiert Interessenkonflikte – Rundschreiben beschäftigt Verbände“, in: Börsen-Zeitung, 22.01.2004, S. 3

⁶⁵⁵ Vgl. Deutsche Börse AG 2002

Anlageentscheidung relevanten Informationen. Im Einklang mit den amerikanischen Regeln bei öffentlichen Wertpapierangeboten wird auf den Prospekt als einziges Informationsmedium und zentrale Entscheidungsgrundlage für den Anleger abgestellt⁶⁵⁶.

Ebenfalls übernommen wurden die in den USA als Marktstandard etablierten Blackouts bei der Veröffentlichung von Research im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot. Hier fordern die Going-Public-Grundsätze von den eine Aktienemission begleitenden Konsortialbanken, keine emissionsbezogenen Unternehmensstudien über den Emittenten zu verteilen, und zwar mindestens zwei Wochen vor dem öffentlichen Angebot bis zum Ablauf der Stabilisierungsfrist, spätestens jedoch 30 Kalendertage nach Notierungsaufnahme der Aktien oder aktienvertretenden Zertifikate⁶⁵⁷. Ferner darf der Emittent für emissionsbezogenes Research nur solche Informationen zur Verfügung stellen, die auch im Prospekt enthalten sein werden. Ebenfalls in Anlehnung an die amerikanischen Standards wird eine Ausnahme für regelmäßig (seit mindestens 12 Monaten regelmäßig erstelltes) veröffentlichtes, nicht emissionsbezogenes Unternehmensresearch eingeräumt, sofern der Anlass für die Studie nicht im Zusammenhang mit der Aktienemission steht⁶⁵⁸.

Mit dem Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG)⁶⁵⁹ zum 1. Juli 2005 wurden durch die Deutsche Börse AG die Going Public Principles aufgehoben⁶⁶⁰. In den Schreiben der Börse wird dies damit begründet, dass wesentliche Bestandteile nun durch das WpPG gesetzlich geregelt sind, insbesondere der Umgang mit werblichen Informationen vor und nach dem Börsengang.

⁶⁵⁶ Ausführlich bei Göres 2004, S. 290 f.

⁶⁵⁷ Vgl. Deutsche Börse AG 2002, Abschnitt 6.1

⁶⁵⁸ Vgl. Deutsche Börse AG 2002, Abschnitt 6.3

⁶⁵⁹ Vgl. BGBl. I, S. 1698, vom 22.06.2005

⁶⁶⁰ Vgl. Deutsche Börse 2005

2.5.5 Verhaltenskodex der DVFA und DVFA-Research-Standards

Im Februar 2003 wurde durch die DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.) der „DVFA-Kodex für Finanzanalyse“ verabschiedet und im April 2003 ein neuer „DVFA-Standard für Researchberichte“ vorgelegt⁶⁶¹. Durch Letzteren wurden die am 1. Juli 1999 eingeführten Standards für Researchberichte am Neuen Markt abgelöst.

Die DVFA-Vorschriften wurden als freiwillige Selbstverpflichtung ausgestaltet. Sie wenden sich in erster Linie an die Analysten. Es wird jedoch versucht, die Regelungsinhalte auf Analysten beschäftigende Unternehmen zu übertragen⁶⁶². Die Vorgaben des Kodex gingen erheblich über die gesetzlichen Vorschriften des § 34 b WpHG i. d. F. des 4. FFG hinaus. Die Nähe zu den Vorschriften der NASD/NYSE ist dabei nicht zu übersehen.

Einführend werden die allgemeinen und besonderen Pflichten der Berufsangehörigen definiert. Die allgemeinen Pflichten umfassen u. a. die unabhängige, integre und ethisch einwandfreie Ausübung des Berufes, die fachgerechte und sorgfältige Tätigkeit und die Beachtung aller sonstigen für die Analysten relevanten Regelungen. Die speziellen Regeln stellen auf eine Sicherung der Qualifikation der Analysten ab, indem sie eine ausreichende Berufsqualifizierung, die Beachtung der aktuellen Erkenntnisse aus Theorie und Praxis, eine ständige Weiterbildung und sogar die Teilnahme an der Weiterbildung von Berufsanfängern fordern⁶⁶³.

Insgesamt bleibt jedoch unklar, inwieweit die bei Unternehmen angestellten Analysten in der Lage sein werden, die durch den Kodex geforderten, über die gesetzlichen Vorgaben des § 34 b WpHG hinausgehenden Offenlegungspflichten umzusetzen⁶⁶⁴. Dies würde eine Anpassung der Researcherstellungprozesse in Unternehmen bedeuten, die selbst nicht dem

⁶⁶¹ Vgl. DVFA, Februar 2003, vgl. DVFA, April 2004. Ausführlich bei Göres 2004, S. 296 ff. Der zweite große, in Deutschland vertretene Analystenverband CFA hat ebenfalls Standards erlassen, auf die hier aufgrund der ähnlichen Regelungen nicht näher eingegangen wird. Vgl. dazu CFA 2004, <http://www.cfainstitute.org/standards/pdf/BestPracticeGuidelinesfinal.pdf>

⁶⁶² Vgl. DVFA, Februar 2003, Abschnitt III.B (Verhältnis zum Arbeit- und Auftraggeber)

⁶⁶³ Vgl. DVFA, Februar 2003, Abschnitt III.A (Sachkunde und Fortbildung)

Kodex unterliegen.

Die im April 2003 erlassenen DVFA-Standards für Researchberichte legen i) allgemeine Standards wie Objektivität und Unabhängigkeit fest, treffen Vorgaben hinsichtlich des Layouts und fordern die Offenlegung von Interessenkonflikten, geben ii) eine Gliederung für eine Basisstudie vor, stellen iii) eine Reihe von Bewertungsverfahren vor und fordern den Einsatz von mindestens zwei Bewertungsverfahren in einer Studie und definieren iv) eine Reihe von unterschiedlichen Researchprodukten (Basisstudie, IPO-Studie, Kurzstudie, Kommentar)⁶⁶⁵.

2.5.6 Der § 34 b WpHG nach dem AnSVG 2004

Die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie⁶⁶⁶ hat der deutsche Gesetzgeber am 28. Oktober 2004 mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)⁶⁶⁷ umgesetzt⁶⁶⁸. Damit war der deutsche Gesetzgeber einer der Ersten, der innerhalb der EU die Marktmissbrauchsrichtlinie in nationales Recht implementierte.

Im Bereich der Finanzanalyse änderte das AnSVG die Vorschriften des § 34 b WpHG („Analyse von Finanzinstrumenten“), fügte den § 34 c WpHG („Anzeigepflichten für selbstständige Finanzanalysten“)⁶⁶⁹ neu ein und passte die Bußgeldvorschriften des § 39 WpHG hinsichtlich möglicher Verstöße gegen §§ 34 b, c WpHG an⁶⁷⁰.

⁶⁶⁴ Der Kodex verlangt von den Analysten, auf eine Umsetzung der Anforderungen des Kodex bei den Unternehmen hinzuwirken.

⁶⁶⁵ Vgl. DVFA, April 2004, Abschnitt 5 (Produkte)

⁶⁶⁶ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)

⁶⁶⁷ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), Bundesgesetzblatt, Jahrgang 2004, Teil I, Nr. 56, ausgegeben zu Bonn am 29. 10.2004

⁶⁶⁸ Eine Einführung zu den Neuregelungen im Wertpapierhandelsgesetz durch das AnSVG findet sich u. a. bei Schwintek 2005, bei Spindler 2004, S. 3449-3455, oder auch bei Göres 2006

⁶⁶⁹ Mit der Einführung des § 34 c WpHG geht der deutsche Gesetzgeber allerdings über die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie hinaus. Vgl. u. a. Bürgers 2004, S. 424 (440)

⁶⁷⁰ Ausführlich u. a. bei Schilder 2005, S. 173 ff., oder Steuer / Rossbach 2006, S. 214 ff.

Die Gesetzesänderungen haben im Wesentlichen i) zu einer Ausdehnung des persönlichen Anwendungsbereichs⁶⁷¹ der Vorschriften auf nicht bei Wertpapierdienstleistern angestellte Analysten und auf Journalisten sowie ii) zu einer sachlichen Ausweitung des Anwendungsbereichs hinsichtlich der Verhaltens-, Offenlegungs- und Organisationspflichten auf bilateral erbrachte Anlageempfehlungen⁶⁷² geführt.

Ersteres ist zu begrüßen, da damit der Anwendungsbereich der Vorschriften auf eine Gruppe von Analysten erweitert wurde, die in der Vergangenheit nicht den etablierten Kontrollmechanismen der Wertpapierdienstleister unterlag⁶⁷³. Inwieweit Journalisten als eine zweite bisher nicht erfasste, aber dennoch wichtige Gruppe der Kapitalmarktkommunikation von § 34 b WpHG erfasst werden, hängt gemäß § 34 b Abs. 4 WpHG davon ab, ob sie einer vergleichbaren Selbstregulierung unterworfen sind⁶⁷⁴. Mit dieser Ausnahme wird das grundgesetzlich gesicherte Schutzgut der Pressefreiheit berücksichtigt⁶⁷⁵.

2.5.6.1 Begriffsbestimmung der Finanzanalyse und Anwendungsbereich

Der § 34 b WpHG n. F. enthält begrüßenswerterweise erstmals eine Legaldefinition der Finanzanalyse. Die Definition orientiert sich naturgemäß an der Vorgabe der Durchführungsrichtlinie (2003/125/EG)⁶⁷⁶. Als „Finanzanalyse“ wird in § 34 b Abs. 1 Satz 1 definiert:

⁶⁷¹ In der Regierungsbegründung vom 24.05.2004 heißt es dazu: „[die] Vorschriften zur Erstellung von Finanzanalysen [werden] dahingehend erweitert, dass künftig diese Regelungen [des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes] nicht nur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, sondern generell auf alle Finanzanalysen anzuwenden sind, die im Rahmen einer beruflichen Tätigkeit erstellt oder weitergegeben werden, unabhängig davon, wer deren Urheber ist. Künftig fallen daher auch die Finanzanalysen in den Geltungsbereich der Regelung, welche etwa von freien Analysten oder Emittenten erstellt werden“, in: Bundesregierung, Begründung zum AnSVG: „Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes“, S. 27, Drucksache 15/3174 vom 24.05.2004

⁶⁷² Vgl. ebenda, S. 39, vgl. Göres 2006, S. 2 f.

⁶⁷³ Vgl. u. a. bei Schilder 2005, S. 173. Auf die Schutzwirkung des § 34 b WpHG n. F. i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB wird in dieser Arbeit nicht eingegangen. Vgl. dazu u. a. Steuer / Rosbach 2006, S. 222 ff.

⁶⁷⁴ Vgl. Kuthe 2004, S. 883-888

⁶⁷⁵ Vgl. Bundesregierung, a. a. O., S. 39

⁶⁷⁶ Vgl. Artikel 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/125/EG

„Eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll ...“

Diese Definition ist insofern problematisch, als die charakterisierende Tätigkeit der Analyse, die eine vertiefte und kenntnisreiche Auseinandersetzung mit dem Analysegegenstand erfordert, nicht mehr Teil der Definition ist⁶⁷⁷. Demnach lässt sich eine Finanzanalyse von einer Anlageempfehlung – wie in § 34 b Abs. 6 definiert⁶⁷⁸ – lediglich über den unbestimmten Empfängerkreis der Empfehlung abgrenzen. Dies führt in der Praxis zu erheblicher Unsicherheit bei der Frage, welche Empfehlungen als Finanzanalysen und welche als Anlageempfehlungen zu behandeln und somit, wann die Vorschriften für die Finanzanalyse und wann diejenigen für die „Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten“ (§ 34 b Abs. 6 Satz 1 WpHG) anzuwenden sind⁶⁷⁹. Darüber hinaus gibt es Klärungsbedarf, was unter einer indirekten Empfehlung zu verstehen ist.

Hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereichs des § 34 b WpHG i. d. F. des AnSVG kann festgehalten werden, dass die grundsätzlich einbezogenen Instrumente aufgrund der Neudefinition des Begriffs des Finanzinstruments erweitert wurden⁶⁸⁰. Andererseits findet der § 34 b neuer Fassung nur bei Analysen von Finanzinstrumenten Anwendung, die in einem inländischen organisierten Markt zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder den Freiverkehr einbezogen oder in einem anderen Mitgliedsstaat der EU oder des EWR an einem organisierten Markt zugelassen sind. Der Antrag bzw. die öffentliche Ankündigung auf Zulassung oder Einbeziehung steht dem gleich⁶⁸¹. Dies stellt eine sinnvolle Einschränkung des Anwendungsbereichs –

⁶⁷⁷ Die Bekanntmachung der BaFin vom 07.03.2003 hatte diesem Sachverhalt richtigerweise noch Rechnung getragen und für das Vorliegen einer Wertpapieranalyse das Vorhandensein der zwei Komponenten Analyse und Empfehlung gefordert.

⁶⁷⁸ § 34 b Abs. WpHG spricht von einer „Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält“, im Weiteren wird diese als Anlageempfehlung bezeichnet. Vgl. auch Schilder 2005, S. 214

⁶⁷⁹ U. a. weist Göres auf diese Problematik und eine Reihe weiterer Abgrenzungsprobleme hin; vgl. Göres 2006, S. 36 f.

⁶⁸⁰ Vgl. u. a. Schilder 2005, S. 176 f.

⁶⁸¹ Vgl. § 34 b Abs. 3 WpHG i. d. F. des AnSVG

gegenüber der a. F. – auf die Finanzinstrumente dar, die überhaupt vom breiten Publikum gehandelt werden können.

2.5.6.2 Sorgfalts- und Offenlegungspflichten

In der neuen Fassung des § 34 b WpHG werden natürliche und juristische Personen⁶⁸², die im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Finanzanalyse erstellen, zu der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit verpflichtet⁶⁸³. § 34 b WpHG Abs. 1 fordert, dass eine Finanzanalyse nur weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden darf, wenn sie sachgerecht erstellt und dargeboten wird und die Identität der Person, die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortlich ist, und Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden⁶⁸⁴. Welche Interessenkonflikte dies sind, wird in der FinAnV konkretisiert.

Aus praktischer Sicht ist es begrüßenswert, dass in der n. F. die Offenlegung zwar zusammen mit der Finanzanalyse erfolgen muss, aber nicht mehr zwingend in der Analyse, wie noch in der a. F. gefordert („... und mögliche Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse offen zu legen“).

2.5.6.3 Organisationspflichten

Inhaltlich nahezu unverändert fordert die Neuformulierung des § 34 b WpHG in Abs. 5, dass Unternehmen, die Finanzanalysen erstellen oder weitergeben, so organisiert sein müssen, dass Interessenkonflikte möglichst gering sind. Sie müssen insbesondere über angemessene Kontrollverfahren verfügen, die geeignet sind, Verstößen gegen die Sorgfalts- und Offenlegungspflichten entgegenzuwirken⁶⁸⁵.

⁶⁸² Vgl. Bundesregierung, a. a. O., S. 38, zu Absatz 1

⁶⁸³ Ausführlich u. a. bei Schilder 2005, S. 190 ff., vgl. auch Göres 2006, S. 36 ff.

⁶⁸⁴ Ausführlich u. a. bei Schilder 2005, S. 197 ff., vgl. auch Göres 2006, S. 38 ff.

⁶⁸⁵ Ausführlich bei Schilder 2005, S. 209 ff.

2.5.6.4 Zusammenfassung und Weitergabe von Finanzanalysen durch Dritte

Erstmals wird die Zusammenfassung und Weitergabe von durch Dritte erstellten Finanzanalysen gesetzlich geregelt⁶⁸⁶. § 34 b WpHG Abs. 2 schreibt vor, dass die Zusammenfassung einer von einem Dritten erstellten Finanzanalyse nur weitergegeben werden darf, wenn der Inhalt der Finanzanalyse klar und nicht irreführend wiedergegeben wird und in der Zusammenfassung auf das Ausgangsdokument sowie auf den Ort verwiesen wird, an dem die mit dem Ausgangsdokument verbundene Interessenkonfliktoffenlegung unmittelbar und leicht zugänglich ist, sofern diese Angaben öffentlich verbreitet wurden⁶⁸⁷.

2.5.7 Anzeigepflicht

Gänzlich neu wird durch § 34 c WpHG eine Anzeigepflicht für diejenigen natürlichen und juristischen Personen eingeführt, die in Ausübung ihres Berufes oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Finanzanalysen erstellen, anderen zugänglich machen oder öffentlich verbreiten⁶⁸⁸. Davon sind die folgenden juristischen Personen ausgenommen: Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften⁶⁸⁹. Die BaFin hat zwischenzeitlich mündlich klargestellt, dass die Anzeigepflicht auch nicht für die bei den vorgenannten juristischen Personen angestellten Personen gilt⁶⁹⁰.

Die Anzeige hat unverzüglich und gegenüber der BaFin zu erfolgen. Die Einstellung der genannten Tätigkeiten ist ebenfalls anzuzeigen. § 34 c WpHG fordert weiter: „Die Anzeige muss Name oder Firma und Anschrift des Anzeigepflichtigen enthalten. Der Anzeigepflichtige hat weiterhin anzuzeigen, ob bei mit ihm verbundenen Unternehmen Tatsachen vorliegen, die Interessenkonflikte begründen können. Veränderungen der angezeigten Daten und Sachverhalte sind innerhalb von vier Wochen der Bundesanstalt

⁶⁸⁶ Vgl. u. a. Kuthe, a. a. O.

⁶⁸⁷ Vgl. u. a. Schilder 2005, S. 208 f.

⁶⁸⁸ Vgl. Kuthe, a. a. O.

⁶⁸⁹ Laut Regierungsbegründung zum AnSVG unterliegen die genannten Unternehmen bereits einer ausreichenden Regulierung, vgl. Bundesregierung, a. a. O., S. 39, zu § 34c

⁶⁹⁰ Vgl. bspw. Göres 2005, S. 62

anzuzeigen.“ Ebenfalls anzuzeigen sind strukturelle Interessenkonflikte, d. h. solche, die sich nicht auf einzelne Transaktionen beziehen, sondern beispielsweise aus permanenten Verflechtungen mit Banken herrühren können⁶⁹¹. Die Anzeige wird bei vergleichbarer Selbstregulierung von Journalisten aus bereits erörterten Gründen nicht gefordert.

Die Anzeigepflicht ist zu begrüßen, da die BaFin i. V. m. § 34 b WpHG in die Lage versetzt wird, eine wirksame Aufsicht über in der Vergangenheit nicht von den Vorschriften des WpHG erfasste bankenunabhängige Analysten auszuüben⁶⁹². Wichtig ist hier noch festzuhalten, dass mit der Anzeigepflicht jedoch keine inhaltliche Qualitätsprüfung oder Zertifizierung seitens der BaFin einhergeht.

2.5.8 Verdachtsanzeigen nach § 10 WpHG

An dieser Stelle sei auf eine weitere neue Vorschrift des WpHG n. F. hingewiesen, die für Finanzanalysen Relevanz hat. § 10 WpHG n. F. führt eine Anzeigepflicht von Verdachtsfällen auf Verstoß gegen die Insider- und die Kurs- und Marktpreismanipulationsvorschriften des WpHG ein. Demnach sind Wertpapierdienstleister dazu verpflichtet, bei begründetem Verdacht der BaFin mögliche Verstöße von Mitarbeitern und Kunden anzuzeigen. Diese neue Verpflichtung sollte das Risiko des Front Running von Research weiter erhöhen, da derartiges Verhalten recht gut beobachtbar ist und nunmehr zu einer Anzeige durch die Banken führen sollte. Es bleibt abzuwarten, ob diese Vorschrift weiter zur Verbesserung der Kapitalmarkthygiene beitragen kann⁶⁹³.

2.5.9 Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten

Das Bundesministerium der Finanzen hat am 17. Dezember 2004, basierend auf der Verordnungsermächtigung des § 34 b Abs. 8 WpHG Satz 1, eine

⁶⁹¹ Vgl. ebenda

⁶⁹² Vgl. u. a. Schilder 2005, S. 100 ff.

⁶⁹³ Gebauer gibt eine gute Einführung in diese mit dem AnSVG neu eingeführte Verdachtsmitteilungspflicht für Wertpapierdienstleister und erörtert ausführlich die Maßnahmen zur praktischen Umsetzung. Vgl. Gebauer 2006, S. 31 ff.

Rechtsverordnung – die Finanzanalyseverordnung (FinAnV) – erlassen⁶⁹⁴. Diese setzt wesentliche Vorgaben der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG um⁶⁹⁵.

In der Verordnung werden nähere Bestimmungen über die sachgerechte Erstellung und Darbietung von Finanzanalysen, über die Umstände und Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, über deren Offenlegung sowie über die angemessene Organisation erlassen. Aus praktischer Sicht lassen sich die Anforderungen der FinAnV in die folgenden Kategorien einteilen:

- (1) formelle Anforderungen an Finanzanalysen
- (2) inhaltliche Anforderungen an Finanzanalysen
- (3) Offenlegung von Interessenkonflikten
- (4) organisatorische Anforderungen

Die wichtigsten Forderungen der FinAnV zu den Kategorien (1), (2) und (3) sind in den folgenden Tabellen zusammengefasst⁶⁹⁶.

Tabelle 14 – Anforderungen der FinAnV	
Nr.	Anforderung
Formelle Anforderungen	
§ 2 Abs. 1	Die Namen der Ersteller, die Bezeichnung ihrer Berufe, in deren Ausübung sie die Finanzanalyse erstellen, und die Bezeichnung des für die Erstellung verantwortlichen Unternehmens sind bei der Darbietung einer Finanzanalyse anzugeben.
§ 2 Abs. 2	Für die Erstellung oder die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortliche regulierte Unternehmen müssen die Bezeichnung der öffentlichen Stelle angeben, deren Aufsicht sie unterliegen. Sonstige für die Erstellung von Finanzanalysen verantwortliche Unternehmen, die den Vorschriften einer Selbstregulierung eines Berufsstandes unterliegen, haben auf diese Vorschriften hinzuweisen.
§ 5 Abs. 4 Nr. 3	Die Bedeutung der Empfehlungen für bestimmte Anlageentscheidungen ist einschließlich des empfohlenen Anlagezeitraums, der Anlagerisiken und der Sensitivität der Bewertungsparameter hinreichend zu erläutern.
§ 4 Abs. 4	Deutlich hervorgehoben sind in jeder Finanzanalyse anzugeben 1. das Datum ihrer ersten Veröffentlichung, 2. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten, 3. die zeitlichen Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen, die Änderung bereits angekündigter derartiger Bedingungen und
§ 4 Abs. 4 Nr. 4	Ein Hinweis auf den Zeitpunkt eigener Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen und eine abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
§ 6 Abs. 1	Alle Angaben nach § 34 b des Wertpapierhandelsgesetzes, auch in Verbindung mit dieser Verordnung, haben deutlich und unmissverständlich in der Finanzanalyse selbst zu erfolgen. Der Name der Ersteller, die Berufsbezeichnung, das Datum der ersten Veröffentlichung und ggf. vorangegangener Analysen in den letzten 12 Monaten mit einer abweichenden Empfehlung sowie die Interessenkonflikte sind

⁶⁹⁴ Vgl. BMF 2004

⁶⁹⁵ Vgl. BaFin 2005, S. 4 f., vgl. auch Göres 2006, S. 35

⁶⁹⁶ Für eine ausführlichere Beschreibung der Sorgfalts- und Offenlegungspflichten bei der Erstellung einer Finanzanalyse nach FinAnV vgl. auch Göres 2006, S. 37 ff. Die formellen und inhaltlichen Anforderungen bei der Darbietung und Weitergabe einer Finanzanalyse wurden hier nicht aufgeführt. Vgl. hierzu § 7 FinAnV

Nr.	Anforderung
	drucktechnisch hervorzuheben.
§ 6 Abs. 2	Soweit Angaben nach § 4 Abs. 2 und 3 und § 5 FinAnV gemessen am Gesamtumfang der Finanzanalyse unverhältnismäßig wären, können diese in der Finanzanalyse durch die unmissverständliche und drucktechnisch hervorgehobene Nennung einer Website oder eines anderen Ortes, an dem die Angaben für jedermann unmittelbar und leicht zugänglich sind, ersetzt werden.
§ 6 Abs. 3	Wird eine Finanzanalyse nicht in Textform erstellt, so können einzelne Angaben erfolgen, indem unmittelbar im sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit der Finanzanalyse für die Empfänger leicht nachvollziehbar eine Website oder ein anderer Ort, an dem die Angaben für jedermann unmittelbar und leicht zugänglich sind, genannt wird.
Inhaltliche Anforderungen	
§ 3 Abs. 1	In der Finanzanalyse sind 1. Angaben über Tatsachen, 2. Angaben über Werturteile Dritter, insbesondere Interpretationen oder Schätzungen, und 3. eigene Werturteile, insbesondere Hochrechnungen, Vorhersagen und Preisziele, sorgfältig voneinander zu unterscheiden und kenntlich zu machen. Die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile sind anzugeben.
§ 3 Abs. 2	Die Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist vor deren Verwendung soweit als mit vertretbarem Aufwand möglich sicherzustellen. Auf bestehende Zweifel ist hinzuweisen.
§ 4 Abs. 3	Finanzanalysen müssen eine ausreichende Zusammenfassung der bei ihrer Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden enthalten.

Tabelle 15 – Umgang mit und Offenlegung von Interessenkonflikten gemäß FinAnV

Nr.	Offen zu legen sind/ist
§ 5 Abs. 1	Nennenswerte finanzielle Interessen oder erhebliche Interessenkonflikte in Bezug auf solche Finanzinstrumente oder Emittenten, die Gegenstand der Finanzanalyse sind; zumindest insoweit, wie Informationen über die Interessen oder Interessenkonflikte den Analysten zugänglich sind oder vermutlich zugänglich sein könnten
§ 5 Abs. 4 Nr. 1	In allg. Weise die internen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten
§ 5 Abs. 4 Nr. 2	Wenn die Vergütung der Ersteller von Finanzanalysen von Investmentbankinggeschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängt und zu welchen Zeitpunkten und Preisen diese Personen Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, vor deren Emission erhalten oder erwerben
§ 5 Abs. 4 Nr. 3	Vierteljährlich eine Übersicht über die in den Finanzanalysen enthaltenen Empfehlungen, in der die Anteile der auf „Kaufen“, „Halten“, „Verkaufen“ oder vergleichbare Anlageentscheidungen gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt sind, für die in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbankingdienstleistungen erbracht wurden
§ 5 Abs. 3 Nr. 1	Wesentliche Beteiligungen ⁶⁹⁷ zwischen dem Ersteller einer Finanzanalyse und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind
§ 5 Abs. 3 Nr. 2 a	Die Betreuung an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen von Finanzinstrumenten durch den Ersteller einer Finanzanalyse, sofern die Finanzinstrumente selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
§ 5 Abs. 3 Nr. 2 b	Beteiligung des Erstellers einer Finanzanalyse innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
§ 5 Abs. 3 Nr. 2 c	Die Bindung des Erstellers einer Finanzanalyse an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankinggeschäften oder Erhalt einer Leistung oder eines Leistungsversprechens aus einer solchen Vereinbarung gegenüber dem Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate ⁶⁹⁸
§ 5 Abs. 3 Nr. 2 d	Vereinbarung des Erstellers zur Erstellung einer Finanzanalyse mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind
§ 5 Abs. 3 Nr. 2 e	Sonstige bedeutende finanzielle Interessen des Erstellers in Bezug auf die Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind
§ 4 Abs. 2	Alle wesentlichen Informationsquellen, insbesondere die betroffenen Emittenten. Es ist anzugeben, ob die Finanzanalysen vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert wurden.

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der FinAnV

⁶⁹⁷ Als wesentliche Beteiligung in Höhe von mehr als 5 % des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft. Der Offenlegung kann ein niedrigerer Schwellenwert von nicht weniger als 0,5 % des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft zugrunde gelegt werden, sofern dieser Schwellenwert angegeben wird.

⁶⁹⁸ Soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind

Durch die Offenlegung soll der Anleger in die Lage versetzt werden, die möglichen Einflussfaktoren auf die Finanzanalyseerstellung und -darbietung bei der Erstellung zu erkennen und diese bei der Bewertung der Anlageempfehlungen zu berücksichtigen⁶⁹⁹. Damit sind die zuvor in § 34 b WpHG a. F. genannten Regelbeispiele nunmehr in der Verordnung geregelt.

Als zusätzliche organisatorische Maßnahmen fordert die FinAnV von den für die Erstellung von Finanzanalysen verantwortlichen Unternehmen, dass diese die notwendigen Vorkehrungen treffen, um auf Verlangen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die sachgerechte Erstellung der Finanzanalyse nachvollziehbar darlegen zu können⁷⁰⁰. Ferner müssen die Offenlegungstatbestände zeitnah erhoben werden⁷⁰¹.

2.5.10 Emittentenleitfaden der BaFin

Der am 15. Juli 2005 veröffentlichte Emittentenleitfaden der BaFin machte keine Aussagen zum Umgang mit Research⁷⁰², was auch nicht Ziel der BaFin war⁷⁰³.

2.5.11 Auslegungsschreiben der BaFin zum § 34 b WpHG i. V. m. der FinAnV

Die BaFin veröffentlichte am 1. September 2005 ein Schreiben⁷⁰⁴ zur Klärung einiger weiter bestehender Auslegungsfragen hinsichtlich des § 34 b WpHG und der FinAnV. Ziel des Schreibens war es, nach Konsultation mit den Banken den Anwendungsbereich, insbesondere die Definition der Finanzanalyse, weiter zu konkretisieren. Die aus dem Gesetz und der Verordnung folgenden Pflichten wurden dagegen nicht weiter konkretisiert, da

⁶⁹⁹ Vgl. Begründung der Bundesregierung zum „Entwurf einer Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten“, S. 7

⁷⁰⁰ Vgl. BMF 2004, § 3 Abs. 3 FinAnV

⁷⁰¹ Vgl. BMF 2004, § 6 Abs. 1 Satz 3 FinAnV

⁷⁰² Es wird lediglich darauf verwiesen, dass Bewertungen aufgrund öffentlicher Angaben keine Insiderinformation darstellen, vgl. BaFin 2005a, Abschnitt III.2.1.6

⁷⁰³ Laut BaFin richtet sich der Leitfaden an in- und ausländische Emittenten und soll praktische Hilfestellung beim Umgang mit den durch das AnSVG geänderten Insider-, Ad-hoc-, Directors-Dealing- und Marktmanipulationsvorschriften und den Vorgaben für Insiderverzeichnisse liefern. Vgl. BaFin 2005a, Abschnitt I

⁷⁰⁴ Vgl. BaFin 2005b

die BaFin hier auf die Abstimmung der Aufsichtsbehörden in Europa im Rahmen der Ebene drei des Lamfalussy-Prozesses warten möchte⁷⁰⁵.

Die BaFin konzidiert, dass eine bloße Empfehlung, ohne dass zugleich der Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Finanzinstrument oder dessen Emittenten vermittelt wird, nicht die Definition einer Analyse erfüllt⁷⁰⁶. Die BaFin gibt entsprechend dieser Auslegung einen Negativkatalog von Informationen vor, der keine Finanzanalyse darstellt. Der Katalog umfasst insbesondere folgende Informationen⁷⁰⁷:

- die Abbildung eines reinen Kurs-Charts, sofern der zukünftige Kursverlauf nicht prognostiziert wird
- die Untersuchung eines Index
- reine Produktbeschreibungen
- reine Marketingmaterialien, sofern nicht der Anschein einer unvoreingenommenen Information erweckt wird
- reine Anlageempfehlungen („Wir empfehlen die X-Aktien zum Kauf“), sofern nicht der Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Finanzinstrument oder dessen Emittenten erweckt wird

Dagegen werden ausdrücklich die technische Analyse und der Branchenreport als Beispiele für eine Analyse erwähnt, sofern eine Empfehlung vorliegt und eine Aussage zur zukünftigen Kursentwicklung gegeben wird.

Für das Vorliegen einer indirekten Empfehlung für eine Anlageentscheidung sieht die BaFin es als ausreichend, aber auch als erforderlich an, dass bei einer Gesamtbetrachtung hinreichend deutlich wird, wie der aktuelle oder zukünftige Wert eines Finanzinstrumentes beurteilt wird. Im Ergebnis können laut BaFin bereits Äußerungen wie „Die Aktie ist überbewertet“ als indirekte Empfehlungen gelten, sofern die oben genannten Voraussetzungen

⁷⁰⁵ Vgl. BdB 2005, S. 947, vgl. auch Göres 2006, S. 35

⁷⁰⁶ Vgl. BaFin 2005b, Abschnitt 2 a)

⁷⁰⁷ Vgl. BaFin 2005b, Abschnitt 2 a), vgl. auch Göres, S. 37

vorliegen⁷⁰⁸. Dieses Ergebnis zeigt deutlich die Schwäche der momentanen Begriffsdefinition einer Finanzanalyse. Dies wird sich jedoch nicht ändern, solange sich die Begriffsbestimmung am Inhalt der Information und nicht am Ersteller bzw. am Zweck der Erstellung ausrichtet. Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) verfolgt hier aus Praxissicht einen besseren Ansatz, indem sie sich bei der Begriffsbestimmung auf die Form der Darbietung als objektive Informationen bezieht.

Interessanterweise wurden die im Investmentbanking häufig eingesetzten Sales oder Morning Notes durch die BaFin nicht in den Katalog der nicht erfassten Informationen aufgenommen. Es wird jedoch betont, dass sie keine Analysen darstellen, sofern sie ausschließlich an die Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens weitergegeben werden und nicht der Öffentlichkeit oder einer großen Anzahl von Personen, z. B. über Verbreitungskanäle oder Medien, zugänglich gemacht werden⁷⁰⁹. Hier scheint weiterer Klärungsbedarf hinsichtlich der Systematik und der Frage, was eine große Anzahl ist, zu bestehen⁷¹⁰.

Darüber hinaus veröffentlichte die BaFin im Dezember 2005 ein weiteres Schreiben an den Deutschen Sparkassen- und Giroverband, in dem sie darlegt, dass der Vertrieb von Informationen mit Empfehlungen im Sinne des § 34 b Abs. 6 Satz 1 WpHG ausschließlich an Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die demselben Finanzverbund angehören, nicht mehr als „anderen zugänglich gemacht“ im Sinne des § 34 b Abs. 6 WpHG bewertet wird. Damit wird die Freistellung des finanzverbundinternen Vertriebs von Analysen von den Anforderungen des § 34 b WpHG und der FinAnV erreicht⁷¹¹. Es bleibt in der Praxis abzuwarten, ob bei der im Sparkassen- und Giroverband anzunehmenden breiten Streuung

⁷⁰⁸ Vgl. BaFin 2005b, Abschnitt 2 b)

⁷⁰⁹ Vgl. BaFin 2005b, Abschnitt 3: „Informelle kurzfristige Anlageempfehlungen, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens stammen und an die Kunden weitergegeben werden (z. B. Sales-Notes) stellen keine Analysen dar. Voraussetzung ist insoweit jedoch, dass sie nicht der Öffentlichkeit oder einer großen Anzahl von Personen, beispielsweise über Verbreitungskanäle oder die Medien zugänglich gemacht werden oder gemacht werden sollen (s. o.). Die Bezeichnung der Information ist für die Einordnung nicht entscheidend.“

⁷¹⁰ Vgl. auch Göres 2006, S. 36 f., für eine kritische Diskussion der Abgrenzung im Falle von Sales-Notes

von Informationen mit Empfehlungen i. S. d. § 34 b Abs. 6 WpHG tatsächlich eine ausschließlich verbandsinterne Verbreitung sichergestellt werden kann.

3 Die geänderte Funktion der Researchabteilung – neue ökonomische Zwänge für Research in Investmentbanken

Nicht nur die geänderten regulatorischen Rahmenbedingungen machten eine organisatorische und geschäftspolitische Anpassung beim Research der Investmentbanken in den Jahren nach dem Aktiencrash erforderlich. Mit dem Niedergang der Aktienmärkte sowohl im Primärmarkt als auch im Sekundärmarkt brach für die Researchabteilungen der Investmentbanken ökonomisch eine neue Zeitrechnung an. Die in den neunziger Jahren aufgebauten Überkapazitäten sowie die damit verbundenen hohen Personalkosten mussten den aktuellen Marktverhältnissen und den gesunkenen Erträgen angepasst werden. Gleichzeitig führten die neuen regulatorischen Anforderungen für die Erstellung und Verbreitung von Research zu zusätzlichen Kosten der Standardsicherung und -überwachung (Compliance)⁷¹². So wurden laut einer Studie von Deloitte Consulting im Jahr 2000 weltweit schätzungsweise 8 Mrd. US\$ von Investmentbanken für Research ausgegeben. Deloitte schätzt, dass dieser Betrag sich bis 2005 auf 4 Mrd. US\$ reduzieren wird⁷¹³.

Die Banken haben auf diese für sie negative Aufwands-/Ertragsentwicklung im Wesentlichen mit vier Maßnahmen reagiert.

3.1 Kosteneinsparung durch Verkleinerung der Researchabteilungen

Laut einer Untersuchung des „Wall Street Journal“ aus dem Jahr 2004 nähert sich der Rückgang der Researchbudgets der Wall-Street-Banken der 40-%-Marke. So hat Goldman Sachs sein Researchbudget um mehr als 50 %

⁷¹¹ Vgl. BaFin 2005c

⁷¹² Vgl. o. A.: „Morgan Stanley strafft seine Researchabteilung“, in Handelsblatt, 24.11.2005, S. 30

⁷¹³ Vgl. Deloitte Consulting 2003

zusammengestrichen, bei Merrill Lynch und CSFB betragen die Kürzungen etwa 40 %⁷¹⁴.

Auch die deutschen Banken haben ihre Analystenzahlen erheblich reduziert. So waren laut DVFA Mitte 2003 bei den größeren deutschen Geschäftsbanken nur noch ca. 100 DVFA-registrierte Analysten (Sell Side) an inländischen Standorten beschäftigt⁷¹⁵. Eine Gegenüberstellung der Analystenzahlen ausgewählter deutscher Banken bestätigt den rückläufigen Trend der Analystenzahlen im Vergleich mit dem Jahr 2000⁷¹⁶:

Tabelle 16 – Anzahl Researchmitarbeiter bei ausgewählten deutschen Banken in 2000 und 2003

Investmentbank	Anzahl Researchmitarbeiter 2000	Anzahl Researchmitarbeiter 2003
DZ Bank (teilweise wegen Konsolidierung DGZ und DG Bank)	175	100
HypoVereinsbank (nur Aktienresearch)	36	27
WestLB	85	60

Quelle: Börsen-Zeitung, 05.06.2003

Untersuchungen des amerikanischen Analysehauses StarMine bestätigen diesen Trend auch für 2004. Laut StarMine verringerte sich in 2004 die Anzahl der Analysten um 14,3 % auf 866 und die Anzahl der Analysehäuser um 6,8 % auf 69⁷¹⁷.

3.2 Einschränkung der Coverage sowie der öffentlichen Auftritte

In den USA wurden in 2003 von den Researchabteilungen der Wall-Street-Banken fast 20 % weniger Aktienwerte analysiert als in 2001. Dabei schließen einige Banken ganze Sektoren aus ihren Researchuniversen aus⁷¹⁸.

⁷¹⁴ Vgl. Davis, Ann: Increasingly, Stock Research Serves the Pros, Not 'Little Guy, in Wall Street Journal, 5.03.2004, S. A1

⁷¹⁵ Vgl. DVFA, Juni 2003, S. 4 ff.

⁷¹⁶ Vgl. Ruhkamp, C.: „Aktienresearch leidet unter Schwindsucht“, in: Börsen-Zeitung, 05.06.2003

⁷¹⁷ Vgl. Hoffknecht, P.: „Banken fahren Research drastisch zurück“, in: Handelsblatt, 08.11.2004

⁷¹⁸ Laut einer Untersuchung der Firma „Multex Data“ nahm die Anzahl der gecoverten US-Aktien von Februar 2001 bis Februar 2003 um ca. 20% ab. Vgl. Craig, Susanne: Stock

Andererseits decken die im Research weltweit führenden Investmentbanken immer noch jeweils deutlich mehr als 1.000 Unternehmen mit Aktienresearch ab. Die Angaben in der folgenden Tabelle basieren auf Unternehmensangaben vom Februar 2004 und zeigen für die Top-10-Researchinvestmentbanken die Anzahl der weltweit abgedeckten Unternehmen⁷¹⁹.

Tabelle 17 – Aktienresearchabdeckung für die Top-10-Researchinvestmentbanken

Platz im Ranking	Investmentbank	Anzahl der durch Aktienresearch abgedeckten Unternehmen
1	UBS	Keine Angaben
2	Merrill Lynch	Über 2500 Gesellschaften
3	Morgan Stanley	Keine Angaben
4	Deutsche Bank	2750 Gesellschaften
5	Smith Barney Citigroup	Über 3200 Gesellschaften
6	Credit Suisse First Boston	Über 2500 Gesellschaften
7	JPMorganChase	Über 2200 Gesellschaften
8	Goldman Sachs	Ca. 1800 Gesellschaften
9	Lehman Brothers	Über 1500 Gesellschaften
10	Dresdner Kleinwort Wasserstein	Ca. 1500 Gesellschaften

Quelle: Unternehmenswebseiten, Februar 2004

Auch in Deutschland ist ein Trend rückläufiger Researchabdeckung festzustellen. Laut StarMine wurden in 2004 ca. 30 % weniger deutsche Aktien analysiert als noch in 2003. Die Gesamtzahl sank dabei auf 301 Aktien⁷²⁰.

Zur Erklärung dieses Trends können – neben den bereits angeführten ökonomischen Zwängen – im Wesentlichen zwei Argumente angeführt werden:

- (1) Die neuen regulatorischen Anforderungen, insbesondere die Offenlegungspflichten für Interessenkonflikte, für die Veröffentlichung von Wertpapieranalysen sowohl in schriftlichen Researchberichten als

Analysis: Left Out of Shrinking Research Pool, Companies Resort to Buying Coverage, in Wall Street Journal, 26.03.2003, C1.

⁷¹⁹ Die Auswahl der Top-10-Research-Teams erfolgte gemäß dem Research Ranking „Global Research Team 2003“ durch die Zeitschrift „Institutional Investor“. www.institutionalinvestor.com

⁷²⁰ Vgl. Hoffknecht, P.: „Banken fahren Research drastisch zurück“, in: Handelsblatt, 08.11.2004

auch bei der mündlichen Verbreitung, z. B. in TV-Auftritten, haben die administrativen Hürden erheblich erhöht. Dies hat insbesondere dazu geführt, dass die Investmentbanken, deren Kunden in erster Linie institutionelle Kunden sind, ihre Analysten seltener in den Medien auftreten lassen, da diese vorrangig die privaten Anleger ansprechen⁷²¹.

- (2) Die Erfahrungen des Global Settlement und die Wirkung der neuen Regularien haben insgesamt die angewandte Sorgfalt bei der Researcherstellung erhöht. Im Ergebnis werden nur noch Aktien untersucht, bei denen eine verlässliche Informationsbasis vorliegt. Dies liegt sowohl im Interesse der Reputation der Analysten als auch der Investmentbanken.

3.3 Zentralisierung und Zusammenlegung der Researcherstellung

Zum Zwecke der Effizienzsteigerung wurde der schon bestehende Trend, kleinere Standorte zu schließen und/oder die Betreuung entweder einzustellen oder aus wenigen großen Standorten heraus zu übernehmen, beschleunigt. Verstärkt wird diese Entwicklung noch durch die zunehmende Globalisierung der Wertpapier- und Kapitalmärkte und infolgedessen zunehmender Bedeutung des Branchenansatzes gegenüber dem Länderansatz bei der Wertpapieranalyse, wobei der branchenorientierte Ansatz eine Zentralisierung eher erlaubt als der Länderansatz. Im Ergebnis ist eine Zentralisierung in den Standorten zu beobachten, die ein entsprechendes Angebot von qualifizierten Analysten aufweisen können.

Zudem ist eine Reihe von Banken zwischenzeitlich dazu übergegangen, die vormals getrennten Researchaktivitäten in eine einheitliche Researchabteilung zu integrieren. Erklärtes Ziel ist es, die in der Vergangenheit getrennte Analyse der Aktien und Anleihen eines Unternehmens zusammenzuführen und gleichzeitig Synergieeffekte zu erzielen. Dafür haben sich bereits die Deutsche Bank und Morgan Stanley

⁷²¹ Vgl. Panitz: „Das große Schweigen“, in: prmagazin, 2003, S. 22-24

entschieden und Goldman Sachs stellt gegenwärtig entsprechende Überlegungen an⁷²².

3.4 Outsourcing

Dem aktuellen Trend der Finanzbranche folgend, haben die Investmentbanken auch im Researchbereich von der zunehmenden Möglichkeit des Outsourcing Gebrauch gemacht⁷²³.

Legt man den in Teil IV3.3 vorgestellten Researcherstellungsprozess zugrunde, eignen sich u. a. die Teilprozesse „Datensammlung“, u. U. auch die „Datenanalyse“ und die „Produktionsunterstützung“ für das Outsourcing. Die Teilprozesse „Empfehlungsableitung“ und „Berichtserstellung“ sind integraler Bestandteil der Researchdienstleistung und können i. d. R. nicht ausgelagert werden, es sei denn, die Bank beschließt eine komplette Trennung von der Researcherstellung⁷²⁴. Ebenfalls zu prüfen wäre, inwieweit die Kontrollprozesse der Banken ausgelagert werden können. Dem scheinen aufsichtsrechtliche Grenzen gesetzt. So erscheint z. B. das Researchclearing als ungeeignet für ein Outsourcing, da hier die sensiblen Daten der Watch List benötigt werden. Aufsichtsrechtlich werden Banken durch § 33 Abs. 2 WpHG und § 25 Abs. 2 KWG enge Grenzen beim Outsourcing, insbesondere von Kontrollprozessen, gesetzt⁷²⁵. Da es sich bei der Erstellung von Finanzanalysen derzeit weder um Wertpapierdienstleistungen oder -nebenleistungen i. S. d. § 2 WpHG noch um Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen i. S. d. § 1 KWG handelt, sind diese Regeln nicht unmittelbar einschlägig. Mit der Einbeziehung der Finanzanalyse als Wertpapiernebenleistung im Rahmen der MiFID wird sich dies jedoch bzgl. der Vorgaben des WpHG ändern.

⁷²² Vgl. o. V.: „Deutsche Bank stellt Research neu auf“, in: Börsen-Zeitung, 04.12.2004. Vgl. auch Sargent, C.: „The Hunt for a new model“, in: Investment Dealers Digest, 14.03.2005. Vgl. o. A.: „Morgan Stanley strafft seine Researchabteilung“, in: Handelsblatt, 24.11.2005, S. 30

⁷²³ Vgl. Deloitte Consulting 2003

⁷²⁴ Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Weg des Outsourcing“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁷²⁵ Zur den Möglichkeiten des Outsourcings der Compliance-Funktion vgl. u. a. Lösler 2003, S. 201 ff.

Als Outsourcinganbieter für Researchfirmen tritt bereits eine Reihe von Anbietern, insbesondere aus Indien⁷²⁶, am Markt in Erscheinung⁷²⁷. Dazu zählen u. a. Irevna Limited⁷²⁸, Pipal Office⁷²⁹, Tiger Research⁷³⁰ und Smart Analyst⁷³¹.

Laut Unternehmensangaben haben u. a. die folgenden Investmentbanken Teile der Researcherstellung nach Indien ausgelagert: ABN Amro, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Morgan Stanley.

4 Änderungen im Researcherstellungs- und Verbreitungsprozess

Der originäre Prozess der Researcherstellung und -verbreitung hat in wesentlichen Teilen, verglichen mit der Zeit vor 2000, weiterhin Bestand. Dies liegt vor allem daran, dass bei der Diskussion der Interessenkonflikte weniger die prozessualen Vorkehrungen der Researcherstellung und -verbreitung kritisiert wurden, sondern vielmehr das grundsätzliche Verhältnis des Investmentbankings zu den Analysten.

Im Folgenden werden daher die Teilprozessschritte, bei denen in der Vergangenheit eine unzulässige Einflussnahme Dritter in besonderem Maße möglich war, untersucht und mögliche Änderungsmaßnahmen vorgestellt. Alle organisatorischen Maßnahmen haben sich letztlich jedoch an den konkreten Verhältnissen der einzelnen Investmentbanken zu orientieren⁷³². Die Darstellung zeigt den Researcherstellungs- und verbreitungsprozess inkl. der wesentlichen vorgestellten Änderungen (unterstrichene Prozessschritte).

⁷²⁶ Eine aktuelle Analyse der Outsourcing-Entwicklung in Indien findet sich bei Schaaf, in DB Research: „Outsourcing nach Indien: der Tiger auf dem Sprung“, 11.10.2005, www.dbresearch.de

⁷²⁷ Vgl. Ruhkamp, C.: „Banken lagern Research nach Indien aus“, in: Börsen-Zeitung, 17.07.2003

⁷²⁸ www.irevna.com

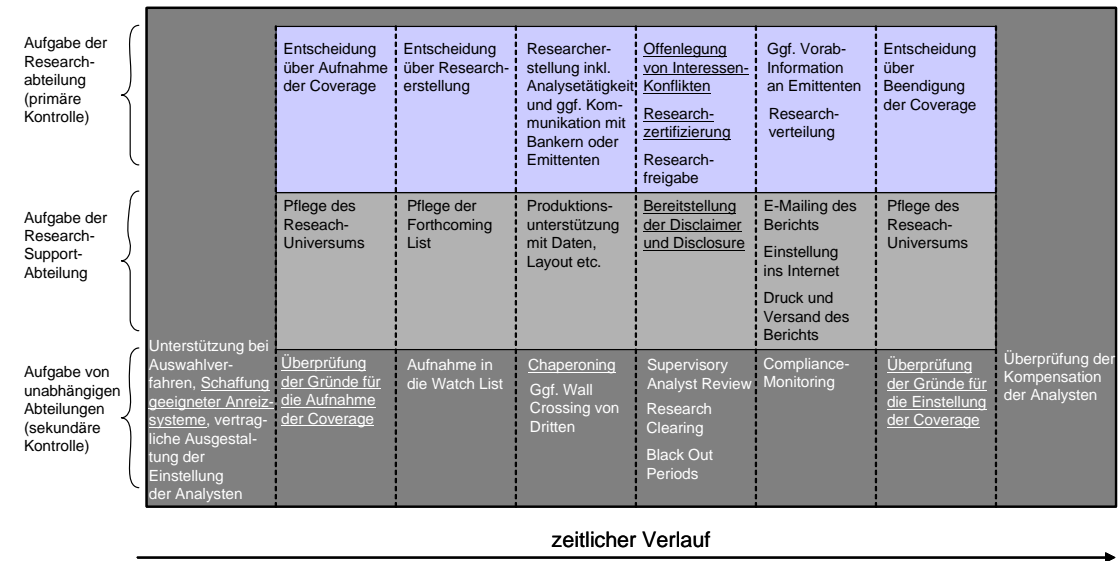
⁷²⁹ www.pipalresearch.com

⁷³⁰ www.officetiger.com

⁷³¹ www.smartanalyst.com

⁷³² Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen zu den Organisationspflichten in Teil IV.1.4.3

Abbildung 24 – Teilprozesse auf den unterschiedlichen Prozessebenen der Researcherstellung und -verbreitung (Änderungsbedarf nach dem Jahr 2000)



Quelle: Eigene Darstellung

4.1 Die Entscheidung zur Aufnahme der Researchcoverage

Einige der neuen Verhaltensstandards enthalten direkte Vorgaben für den Entscheidungsprozess zur Researchcoverage. So fordert das Global Settlement, dass die Investmentbankingabteilungen keinen Einfluss auf die Entscheidung über die Aufnahme von Gesellschaften in die Researchabdeckung haben dürfen. Eine Mitsprache wird lediglich bei der Sektorenauswahl eingeräumt⁷³³. IOSCO und FinAnV bevorzugen die Offenlegung der Kriterien, die zu einer Aufnahme der Researchabdeckung geführt haben, wobei es auch hier zunächst gilt, Interessenkonflikte so weit als möglich zu vermeiden⁷³⁴.

Im Interesse der Vermeidung bzw. der Minimierung von Interessenkonflikten erscheint es sinnvoll, die Entscheidung, welche Unternehmen und Finanzinstrumente von der Researchabteilung analysiert werden, beim Researchmanagement anzusiedeln. Dies bedeutet jedoch nicht, dass das Researchmanagement unabhängig von den ökonomischen Interessen der

⁷³³ Vgl. Global Settlement, Addendum A, a. a. O., Abschnitt I.7

⁷³⁴ Vgl. IOSCO 2003, S. 7, vgl. auch BMF: § 5, Abs. 3 Nr. 2 d) FinAnV

Bank bei der Auswahl der Unternehmen agieren kann. Das Researchmanagement unterliegt sinnvollerweise den in Teil II1.4 beschriebenen betriebswirtschaftlichen Einschränkungen.

Mit dem Ausbleiben der IPOs in 2001 und den darauf folgenden Jahren sowie den geänderten Spielregeln der Zusammenarbeit mit dem Investmentbanking ist nunmehr insbesondere bei Aktienanalysten eine wieder verstärkte Zusammenarbeit mit dem Sales-Bereich zu beobachten. Diese zeichnet sich im Wesentlichen durch zwei Punkte aus⁷³⁵: Zum einen orientiert sich die Coverageentscheidung der Researchabteilung stärker als in der Vergangenheit an den Kundeninteressen der Sales-Abteilung. Stehen bei den Kunden der institutionellen Sales-Abteilungen Investitionsentscheidungen an, z. B. bei wichtigen Unternehmensnachrichten, wird versucht, anlassbezogenes Research kurzfristig zu erstellen und zu verteilen. Dieses Research bietet für die Sales-Mitarbeiter die Grundlage für Kundengespräche mit dem Ziel, Investitionsalternativen mit den Kunden zu diskutieren. Darüber hinaus besteht bei den institutionellen Investoren ein verstärktes Interesse, direkt mit den Analysten deren Studien und die möglichen Konsequenzen für die eigenen Investitionsentscheidungen zu besprechen. Daher kommt es nach Veröffentlichung einer Studie häufig zu Gesprächen oder E-Mail-Korrespondenz zwischen Investoren und Analysten⁷³⁶.

Inwieweit sich die in den USA etablierende Praxis, die Coverageentscheidungen in regelmäßigen Abständen durch unabhängige Gremien der Banken überprüfen zu lassen, auch in Deutschland durchsetzen wird, bleibt abzuwarten. In jedem Fall sollte die Entscheidung zur Coverageaufnahme mindestens auf Ebene des Researchmanagements getroffen werden sowie die Gründe der Entscheidung nachvollziehbar dokumentiert und somit einer nachträglichen Kontrolle zugänglich gemacht werden. Es spricht sogar einiges dafür, die Entscheidung über die Coverage hierarchisch noch höher in der Organisation anzusiedeln, da der Entscheidung in Hinblick auf die daraus

⁷³⁵ Mögliche Interessenkonflikte in dieser Konstellation werden oben in Teil III2.2.2 beschrieben.

⁷³⁶ Vgl. Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004. Dort schreibt er: „Buy Side-Analysten und Portfolio Manager stehen täglich in Kontakt mit zahlreichen Sell Side-Analysten.“

möglicherweise resultierenden strukturellen Interessenkonflikte grundsätzliche geschäftspolitische Bedeutung zukommt.

4.2 Die Entscheidung über die Researcherstellung

Vereinbarungen, wie noch vor 2000 üblich, die im Rahmen von Emissionsmandaten der Banken den Emittenten die Erstellung von Research zusagten, sind heute aufgrund der damit verbundenen Interessenkonflikte⁷³⁷ abzulehnen; der Anschein von Gefälligkeitsresearch wäre einfach zu groß⁷³⁸. So hat die UK FSA kürzlich Emissionsbanken in Großbritannien vor den Interessenkonflikten im Zusammenhang mit „Competitive IPOs“ gewarnt. Hier sieht die FSA zu Recht einen Konflikt, da die Emissionsbanken einem hohen Erwartungsdruck der Emittenten ausgesetzt sein können, für deren Emissionsvorhaben positives Research zu erstellen⁷³⁹.

Dies bedeutet nicht, dass die an Emissionen beteiligten Investmentbanken kein Research über den Emittenten erstellen. Dies ist i. d. R. immer noch der Fall. Die Erstellung erfolgt jedoch nicht mehr als Dienstleistung für den Emittenten, sondern vielmehr für die Kunden der Bank, die eventuell in den Emittenten zu investieren bereit sind. Die daraus entstehenden Interessenkonflikte werden u. a. durch die Einhaltung von Black-Out-Perioden minimiert⁷⁴⁰. Sollte es sich bei einer Researchstudie um Auftragsresearch handeln, d. h., wird eine Researchstudie gegen Vergütung eines Unternehmens erstellt, so ist dies in der Studie gemäß den Vorgaben der FinAnV⁷⁴¹, aber auch nach den US-amerikanischen Vorschriften⁷⁴² deutlich offen zu legen.

⁷³⁷ Siehe dazu oben in Teil III2.4.3

⁷³⁸ So verbietet die NYSE Rule 472 (g)(1) ausdrücklich das Angebot von Gefälligkeitsresearch. Aber auch die in § 34 b Abs. 1 WpHG verankerten Sorgfaltspflichten lassen es als ratsam erscheinen, sich nicht durch „Paketlösungen“ dem Vorwurf von Gefälligkeitsresearch auszusetzen, zumal die Umstände, die Interessenkonflikte begründen können, offen zu legen wären.

⁷³⁹ Siehe dazu die eigenen Ausführungen oben in Teil III2.4.3

⁷⁴⁰ Siehe dazu auch weiter unten in Teil V5.7

⁷⁴¹ Vgl. BMF 2004, § 5 Abs. 3 Nr. 2 d) FinAnV

⁷⁴² Vgl. Offenlegungspflichten der NYSE Rule 472 (k)(1)(ii) a, d

4.3 Der Researcherstellungsprozess

Der Teilprozess Researcherstellung ist Neuerungen in jedem der vier in Teil IV3.3 identifizierten Schritte unterworfen. Diese werden in Deutschland im Wesentlichen durch die FinAnV bestimmt. Das Ausmaß der Änderungen hängt dabei stark von den von den Investmentbanken bereits vor 2000 ergriffenen Maßnahmen ab. Vom Global Settlement betroffene Investmentbanken waren schon weitgehend auf die im Dezember 2004 erlassenen Anforderungen der FinAnV vorbereitet und mussten i. d. R. nur wenige Anpassungen vornehmen. Den größten Anpassungsaufwand im Vergleich zu den Verhältnissen vor 2000 gab und gibt es bei den Banken bei der Erfüllung der zahlreichen Offenlegungspflichten zu Interessenkonflikten.

4.3.1 Datensammlung

Die FinAnV macht eine Reihe von formellen Vorgaben für die Datensammlung, die es zu beachten gilt. So wird explizit gefordert, die wesentlichen Informationsquellen, insbesondere Emittenten als Informationsquelle, offen zu legen. Ferner ist die Zuverlässigkeit der Informationsquellen mit vertretbarem Aufwand zu prüfen und auf Zweifel hinzuweisen⁷⁴³. Für die Praxis wäre eine Klarstellung der Aufsicht wichtig, dass bekannte und etablierte Informationsquellen wie beispielsweise die Börsendienste Reuters und Bloomberg von vornherein als zuverlässig gelten und daher keine weiteren Prüfungen erforderlich sind.

Es werden durch die FinAnV zwar detailliertere Vorgaben als in der Vergangenheit für die Datensammlung gemacht, aber letztlich waren diese bereits mit dem Ziel einer sorgfältigen Erstellung einer Analyse (Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzanalyse) auch in der Vergangenheit zu beachten. Keine konkreten Angaben macht die FinAnV dagegen zu den Organisationspflichten bei der Informationsbeschaffung (z. B. Kommunikation mit dem Emittenten oder mit dem Investmentbanking). Somit sollten diese Anforderungen keine größeren Schwierigkeiten in der Praxis darstellen.

⁷⁴³ Vgl. BMF 2004, § 3 Abs. 2 und § 4 Abs. 2 FinAnV

4.3.2 Auswertung der Daten

Auch in diesem Prozessschritt bringen die Vorgaben der FinAnV eine Reihe von Forderungen mit sich, die im Grunde bereits in der Vergangenheit als Standard gelten konnten, jedoch jetzt erstmalig in expliziter Form allgemein gültig für die Analysten vorliegen. So wird neuerdings gefordert, dass Angaben über Tatsachen und über Werturteile Dritter, insbesondere Interpretationen oder Schätzungen und eigene Werturteile, Hochrechnungen, Vorhersagen und Preisziele sorgfältig voneinander unterschieden und kenntlich gemacht werden⁷⁴⁴. Ferner müssen Finanzanalysen eine ausreichende Zusammenfassung der bei ihrer Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden enthalten⁷⁴⁵.

4.3.3 Ableitung einer Empfehlungsaussage

Sowohl die FinAnV als auch US-amerikanische Vorschriften⁷⁴⁶ enthalten aufgrund der Kritik an den unklaren Empfehlungssystemen der Banken in der Vergangenheit die Forderung nach wohl definierten Empfehlungsaussagen in Researchstudien. In der Vergangenheit war für den Anleger, insbesondere den privaten, oftmals nicht klar erkennbar, i) welches Anlageverhalten empfohlen wurde, ii) anhand welcher objektiven und nachvollziehbaren Kriterien die Empfehlung erfolgte und iii) auf welchen zeitlichen Horizont sie abstellte. Daher ist nunmehr gemäß FinAnV die Bedeutung der Anlageempfehlungen hinsichtlich des Anlagehorizonts, der Anlagerisiken und der Sensitivitäten der weiteren Bewertungsparameter hinreichend zu erläutern⁷⁴⁷.

Stellt man die aktuell und die früher verwendeten Empfehlungssysteme gegenüber, lassen sich signifikante Verbesserungen hinsichtlich der Eindeutigkeit und Aussagekraft erkennen. Ein Vergleich zeigt, dass die Systeme heute klarer und einfacher gestaltet sind, insbesondere gibt es oftmals weniger Empfehlungsstufen sowie klare Kriterien für die Vergabe der Empfehlungsstufen. Somit haben die Kritik und die neuen Regeln zu einem

⁷⁴⁴ Vgl. BMF 2004, § 3 Abs. 1 FinAnV

⁷⁴⁵ Vgl. BMF 2004, § 4 Abs. 3 Satz 1 FinAnV

⁷⁴⁶ Vgl. NYSE Rule 472 (k)(1)(i)f

Umdenken bei den Investmentbanken geführt, ein Umstand, der sehr zu begrüßen ist. Die von den researcherstellenden Top-10-Investmentbanken früher und gegenwärtig genutzten Ratingsysteme sind in Anlage 2 aufgeführt.

4.3.4 Erstellung des Researchberichts

Wie bei den soeben beschriebenen Teilprozessen ist auch bei der Darbietung von Finanzanalysen, d. h. bei der drucktechnischen Aufbereitung der Finanzanalysen, von der FinAnV ein verbindlicher Standard eingeführt worden. Dieser wird bei den Banken zu unterschiedlichem Umsetzungsbedarf führen, da eine Reihe der Forderungen bereits in der Vergangenheit gang und gäbe war. So sind die Angabe des Namens des Erstellers, das Datum der Erstellung und das Datum und die Uhrzeit der angegebenen Preise bereits Standard. Neu ist beispielsweise die Angabe des Berufes der Ersteller⁷⁴⁸. Weitere formelle Anforderungen sind in der Tabelle in Abschnitt 2.5.9 aufgeführt. Die Vereinheitlichung der anzugebenden Informationen ist im Interesse der Anleger zu begrüßen, da diese eine bessere Vergleichbarkeit einzelner Analysen ermöglicht. Gleichwohl ist weiterhin ausreichend Flexibilität in der formellen Aufbereitung und Gestaltung der Researchberichte gegeben.

4.3.5 Offenlegung von Interessenkonflikten

Die Offenlegung von nichtöffentlich zugänglichen Informationen und damit die Verringerung von Informationsasymmetrien ist gemäß der Prinzipal-Agenten-Theorie eine der wirksamsten Maßnahmen zur Vermeidung von informationsgetriebenen Interessenkonflikten⁷⁴⁹. Wie in Teil III2 ausführlich beschrieben, gibt es eine ganze Reihe von potenziellen Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research. Die regulatorischen Vorgaben zielen daher bewusst auf eine Entschärfung von möglichen Konflikten mittels konkreter Offenlegungsanforderungen⁷⁵⁰.

⁷⁴⁷ Vgl. BMF 2003, § 4 Abs. 3 FinAnV

⁷⁴⁸ Vgl. BMF 2004, § 2 Abs. 1 FinAnV

⁷⁴⁹ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen oben in Teil III1.3.2

⁷⁵⁰ Siehe dazu oben in Teil V2.2.2, Teil V2.2.3, Teil V2.3.2, Teil V2.5.6.2 und Teil V2.5.9

In der Praxis erfolgt die Offenlegung der Interessenkonflikte in der Finanzanalyse zumeist auf einer separaten Seite am Ende der Studie, wobei jedoch an prominenter Stelle auf diese Offenlegung hingewiesen wird. Gemäß den US-amerikanischen Offenlegungsregeln ist es zulässig, bei mehr als fünf in einer Studie analysierten Werten (z. B. bei Branchenberichten) für die Offenlegung der Interessenkonflikte auf eine separate Webseite zu verweisen⁷⁵¹. Diese grundsätzliche Möglichkeit sieht der deutsche Gesetzgeber nicht vor, da er die Offenlegung grundsätzlich in der Finanzanalyse selbst verlangt⁷⁵². Sofern jedoch die Angabe der Interessenkonflikte in der Finanzanalyse unverhältnismäßig ist, kann gemäß § 6 Abs. 2 FinAnV unmissverständlich und drucktechnisch hervorgehoben auf eine separate Webseite oder einen anderen Ort verwiesen werden⁷⁵³. Dies sollte der Fall sein, sobald die Offenlegungen mehr als eine Seite überschreiten bzw. die Offenlegungen mehr Platz einnehmen als die Finanzanalyse selbst.

Für global agierende Investmentbanken ergibt sich zusätzlich die Schwierigkeit, dass sie ggf. eine Vielzahl unterschiedlicher nationaler Offenlegungspflichten beachten müssen, sofern die Analysen in mehreren Ländern an Kunden verteilt werden. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, welche Rechtsnormen einschlägig sind. Grundsätzlich vorstellbar wären zwei Varianten. Zum einen könnten die Offenlegungspflichten des Landes, in dem die Erstellung erfolgt Anwendung finden (Herkunftsland-Prinzip), zum anderen könnten die Regeln des Sitzlandes der Kunden maßgeblich sein. Es spricht alles dafür, dass der Sitz des Empfängers der Researchanalyse maßgeblich für die Anwendbarkeit der Offenlegungsvorschriften ist. So stellt die Vorschrift des § 34 b Abs. 1 WpHG i. d. F. des AnSVG ausdrücklich die Weitergabe oder öffentliche Verbreitung der Analyse unter den Vorbehalt der Einhaltung einer Reihe von Pflichten, insbesondere der Offenlegungspflichten. Die öffentliche Verbreitung bezieht sich auf die öffentliche Verbreitung in Deutschland. Wollen die Banken die öffentliche Verbreitung in anderen Ländern (z. B. über das Internet)

⁷⁵¹ Vgl. NYSE Rule 472 (k)(1)(ii) d

⁷⁵² Vgl. BMF 2004, § 5 Abs. 1 Satz 1 FinAnV

ausschließen, so kann dies über den Einsatz von klaren und hervorgehobenen Ausschlussklauseln (Disclaimer) flankiert durch weitere organisatorische Maßnahmen (z. B. durch den Einsatz von Passwort-geschützten Seiten) im Wesentlichen erreicht werden.⁷⁵⁴

Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten, mit den unterschiedlichen nationalen Vorgaben für die Offenlegung von Interessenkonflikten in der Praxis umzugehen:

- (1) Offenlegung aller unterschiedlichen nationalen offenlegungspflichtigen Interessenkonflikte in einer Studie (z. B. Offenlegung der Interessenkonflikte nach deutschen, US-amerikanischen und Schweizer Pflichten), unabhängig von der konkreten Verbreitung des Research („Global Disclosure“, vgl. Anlage 3)
- (2) Offenlegung der in der jeweiligen Jurisdiktion verlangten Interessenkonflikte (z. B. nur die deutschen offenlegungspflichtigen Interessenkonflikte) in Abhängigkeit von der konkreten Verbreitung des Research („Local Disclosure“, vgl. Anlage 3)

Für die erste Variante spricht die i. d. R. globale Aufstellung der Researchabteilungen in den Investmentbanken sowie deren internationale Kundschaft, die eine Differenzierung der Offenlegungstexte je nach nationaler Vorschrift zu einer erheblichen administrativen Herausforderung machen würde.

Für die zweite Variante dagegen spricht, dass ein Mehr an Informationen nicht unbedingt zu einer besseren Aufklärung der Kunden führt, sondern unter Umständen einen gegenteiligen Effekt haben kann, insbesondere bei privaten Anlegern.

⁷⁵³ Vgl. BMF 2004, § 6 Abs. 2 FinAnV

⁷⁵⁴ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 233 ff.

Empfehlenswert wäre daher der Einsatz eines globalen Disclosure für an institutionelle Anleger gerichtetes Research und die Nutzung von national differenzierten Disclosures in Researchstudien für private Anleger.

Anhand der Pflicht zur Offenlegung der Beteiligungen einer Investmentbank an einem Emittenten, der Gegenstand einer Analyse ist, zeigt sich, welchen Schwierigkeiten globale Investmentbanken bei der Erhebung der erforderlichen Offenlegungsdaten ausgesetzt sein können. Eine derartige konkrete Offenlegung wird in Europa mit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in 2004 und 2005 in allen Mitgliedstaaten gefordert, allerdings mit teilweise unterschiedlichen Berechnungsmethoden. Zusätzlich forderten 2003 – gemäß einer Studie des ICSA⁷⁵⁵ – außerhalb Europas auch die amerikanische SEC sowie der kanadische und der koreanische Gesetzgeber eine derartige Offenlegung.

Die zumeist unterschiedlichen rechtlichen Vorgaben für die Offenlegung von Beteiligungen führen zu enormen praktischen Herausforderungen bei den Investmentbanken. So verlangen diese Vorschriften das Vorhalten eines aufwendigen Systems zur Aggregation aller weltweit verteilten Wertpapierpositionen über unterschiedlichste Tochterunternehmen, IT-Plattformen und Zeitzonen hinweg. Der Aggregationsprozess wird zusätzlich dadurch erschwert, dass es praktisch unmöglich ist, verlässliche globale Datenquellen mit statistischen Unternehmensinformationen (z. B. Anzahl der Aktien, Stimmrechte, Art und Anzahl der Aktienderivate etc.) zu den einzelnen analysierten Emittenten und Wertpapieren zu erhalten, um die erforderlichen Berechnungen durchführen zu können⁷⁵⁶.

Es ist daher sehr zu begrüßen, dass im Rahmen der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie ein einheitlicher Beteiligungsschwellenwert von 5 % als offlegungspflichtig festgelegt wurde⁷⁵⁷. Allerdings werden auch hier wieder niedrige Schwellenwerte für die nationale Umsetzung zugelassen.

⁷⁵⁵ Vgl. Skiles 2003

⁷⁵⁶ Vgl. u. a. Göres 2004, S. 249 ff. Die Aussagen beziehen sich auf den § 34 b WpHG i. d. F. des 4. FFG, besitzen jedoch auch Gültigkeit für die aktuelle Rechtslage.

⁷⁵⁷ Vgl. Richtlinie 2003/125/EG der Kommission, Artikel 6 Abs. 1 a)

Sofern keine einheitliche nationale Implementierung erfolgt, stehen die Banken vor den gleichen Herausforderungen wie vor der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.

Die deutsche Umsetzung hat begrüßenswerterweise den Erstellern die Wahl der Offenlegungsschwelle mit 5 % oder weniger zugestanden und somit für die nötige Flexibilität gesorgt⁷⁵⁸. Mit der Wahl der 5%-Schwelle wurde zumindest in der Höhe eine Angleichung an die Vorgaben der Transparenzrichtlinie⁷⁵⁹ erreicht⁷⁶⁰, was außerordentlich zu begrüßen ist. Dies eröffnet theoretisch die Möglichkeit, zukünftig ganz auf eine Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen in der Finanzanalyse zu verzichten, sofern die Information als bereits öffentlich bekannt vorausgesetzt werden kann.

Es bleibt festzuhalten, dass die neuen Offenlegungspflichten grundsätzlich zu begrüßen sind, die Schaffung eines global einheitlichen Standards sowohl für die Investoren als auch für die Ersteller der Finanzanalysen jedoch mehr als wünschenswert ist.

4.3.6 Zertifizierung

Eine weitere Neuerung im Rahmen des Researcherstellungsprozesses globaler Investmentbanken, die vereinzelt auch bei in Deutschland veröffentlichten Researchstudien Anwendung findet, ist die persönliche Zertifizierung der Studie durch den erstellenden Analysten. Die SEC-Regel „Regulation Analyst Certification“ (Reg AC) verpflichtet US-amerikanische Broker-Dealer und deren „assoziierte Personen“ seit April 2003, in ihren Researchberichten die beiden folgenden Bestätigungen abzugeben⁷⁶¹:

⁷⁵⁸ Vgl. BMF 2004, § 5 Abs. 3 Satz 2

⁷⁵⁹ Vgl. ausführlicher Assmann / Schneider 2003, S. 686 ff.

⁷⁶⁰ In der Bundesrepublik sind die Melde- und Veröffentlichungspflichten in den §§ 21 ff. WpHG geregelt. Es gelten Meldeschwellen von 5 %, 10 %, 25 %, 50 % und 75 %. Diese Regeln basieren auf den Vorgaben der europäischen Transparenzrichtlinie (88/627/EWG) von 1988. Jedoch fand auch in diesem Punkt eine unterschiedliche Umsetzung in den einzelnen Mitgliedsstaaten der EU statt.

⁷⁶¹ Siehe zu den rechtlichen Hintergründen auch die eigenen Ausführungen in Teil V2.2.4

- (1) dass es sich bei den Aussagen des Analysten im Researchreport um seine eigenen Ansichten bezüglich des untersuchten Emittenten bzw. der Wertpapiere handelt und
- (2) dass i) die vergangene, gegenwärtige oder zukünftige Bezahlung des Analysten weder direkt noch indirekt von der Bewertung und Empfehlung in der vorliegenden Researchstudie abhängt oder dass ii) die vergangene, gegenwärtige oder zukünftige Bezahlung des Analysten in der Tat direkt oder indirekt von der Bewertung und Empfehlung des Researchreports abhängig ist. Sollte Letzteres der Fall sein, sind die Höhe, die Quelle, der Zweck der Zahlung und der mögliche Einfluss der Zahlung auf die Empfehlung offen zu legen.

Im Hinblick auf das Ziel der Verringerung von Informationsasymmetrien sowie der Erhöhung der Kosten (im Sinne der Agency-Theorie) für den Analysten bei Verletzung seiner vertraglichen Pflichten zur Erstellung von unbeeinflusstem und objektivem Research ist die persönliche Zertifizierung zu begrüßen.

4.3.7 Managementfreigabe

Den letzten Schritt im Rahmen des originären Researcherstellungsprozesses sollte die Qualitätskontrolle der abgeschlossenen Studie durch das Researchmanagement bzw. einen erfahrenen Analysten darstellen. Aufgabe der Qualitätskontrolle ist es, den Inhalt der Studie einem Plausibilitäts-Check zu unterziehen und ggf. auf Inkonsistenzen, Fehler oder inkorrekte Aussagen und Annahmen hinzuweisen. So fordert der DVFA-Verhaltenskodex explizit ein Gegenlesen jeder Studie vor Veröffentlichung durch einen erfahrenen zweiten Analysten⁷⁶². Diese Maßnahme sollte standardmäßig bei jeder Researcherstellung erfolgen.

Dieser zusätzliche Prozessschritt bedeutet scheinbar eine Einschränkung der Unabhängigkeit des Analysten bei der Erstellung seiner Studie, die aber im

Sinne einer Qualitätsprüfung nicht nur vertretbar erscheint, sondern geradezu notwendig ist, insbesondere unter Beachtung der gebotenen Sorgfaltspflichten. Sollten bei der Überprüfung Mängel identifiziert werden, sind diese nach entsprechender Klärung mit dem Analysten durch diesen zu beheben. Dies darf allerdings nur mit Einverständnis des Analysten geschehen, da andernfalls nicht die Ansicht des Analysten im Researchbericht zum Ausdruck kommt, sondern die Meinung eines Dritten.

4.3.8 Information der Gesellschaft über eine anstehende Empfehlungsänderung

Die Frage, ob und ggf. wann eine bevorstehende Änderung der Researchempfehlung durch die Investmentbank der betroffenen Gesellschaft mitgeteilt werden darf, ist vor dem Hintergrund der Pflege der Geschäftsbeziehungen der Investmentbanken zu ihren Firmen- und institutionellen Kunden wichtig⁷⁶³.

Die geregelte Vorabinformation sollte auch zukünftig im Rahmen der Regelungen des § 34 b WpHG und des Insiderrechts i. d. F. des AnSVG zulässig sein. Die Rechtfertigung für eine derartige, m. E. berechtigte Weitergabe im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist einerseits in der bestehenden Kundenbeziehung zu dem analysierten Unternehmen und andererseits in dem allgemeinen Interesse an geordneter Kapitalmarktkommunikation zu suchen. Nur dieses Vorgehen bietet der Gesellschaft die Möglichkeit, sich auf Fragen von Kapitalmarktteilnehmern (z. B. Investoren oder Finanzjournalisten) vorzubereiten und somit ihren Teil zur Kapitalmarktkommunikation beizutragen.

Eine explizite Regelung dieses Sachverhaltes findet sich in den deutschen Regeln nicht. Daher wäre eine Klarstellung durch die BaFin hier wünschenswert. Diese sollte im Sinne einer inhaltlichen Angleichung der bereits bestehenden NYSE-Regeln erfolgen. Diese lassen eine

⁷⁶² Vgl. DVFA 2003, Abschnitt III D 3

Vorabinformation zu, allerdings nur nach Börsenschluss am Tage vor der Veröffentlichung⁷⁶⁴. Mit der Wahl des Zeitpunkts der Information der Gesellschaft nach Handelsschluss soll die Gefahr des Missbrauchs der Information über die Empfehlungs- oder Kurszieländerungen ausgeschlossen werden. Die Weitergabe der Information ist auf Seiten der Investmentbank unverzüglich durch Compliance zu dokumentieren.

Ferner sollte es nach § 34 b WpHG i. d. F. des AnSVG weiterhin zulässig sein, Researchentwürfe zum Zwecke der Prüfung auf inhaltliche Korrektheit, also zum Tatsachenabgleich, an die Gesellschaft, die Gegenstand einer Studie ist, vorab zu versenden. Bei einer derartigen Prüfung sind die Empfehlungsaussage, das Rating und das Kursziel durch den Analysten herauszunehmen⁷⁶⁵. Erfolgt eine Änderung der Studie im Nachhinein, was in der Praxis häufig vorkommt, aber i. d. R. nur Details betrifft, so ist dies gemäß FinAnV offen zu legen⁷⁶⁶. Da dieses Verfahren dem Emittenten die Möglichkeit bietet, Einfluss auf den Inhalt der Studie zu nehmen, sollte über die Offenlegung hinaus zumindest das Vier-Augen-Prinzip in der Researchabteilung eingehalten werden. Dieses stellt sicher, dass der Analyst nicht unsachgemäß vom Emittenten beeinflusst wird. Sofern dies im Einzelfall nicht als ausreichend erscheint, kann auch eine zusätzliche neutrale Überwachung durch Compliance angemessen sein („Chaperoning“⁷⁶⁷).

4.4 Researchverbreitung

Die Anforderungen an den Prozess der eigentlichen physischen Researchverbreitung haben sich im Vergleich zur Zeit bis zum Jahr 2000 nicht wesentlich geändert, auch wenn heute die Verbreitung der Researchstudien zunehmend auf elektronischem Wege, d. h. per E-Mail oder über das Internet, erfolgt. Daher gilt es, die bereits in Teil IV3.4 erörterten

⁷⁶³ Gemäß der Befragung von 11 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006 ist die Haltung der Banken diesbezüglich sehr unterschiedlich. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt II

⁷⁶⁴ Vgl. NYSE Rule 472 (b)(4)(iii)

⁷⁶⁵ Vgl. DVFA 2003, Abschnitt III C 1

⁷⁶⁶ Vgl. BMF 2004, § 4 Abs. 2 FinAnV

⁷⁶⁷ Siehe dazu auch weiter unten die eigenen Anmerkungen in Teil V5.10.6 und Teil V5.8.5

Anforderungen an einen einwandfreien Verbreitungsprozess weiterhin uneingeschränkt zu beachten.

Es stellt sich heute jedoch die Frage, ob eine generelle 48-Stunden-Eigenhandels- und -Mitarbeiterhandelsbeschränkung nach der Veröffentlichung eines Researchberichts, wie noch oben gefordert, zeitgemäß ist. Grundsätzlich ist dazu anzumerken, dass die Informationsverbreitung, auch für Kleinanleger, heutzutage aufgrund der technischen Möglichkeiten erheblich schneller als noch Mitte der neunziger Jahre erfolgt. Daher sollte es möglich sein, von einer starren Regelung abzugehen und eine flexiblere Handhabung einzuführen. Diese kann durchaus in Abhängigkeit der Liquidität der Märkte unterschiedliche Zeiträume festlegen (z. B. 2 Stunden für im Dax und 6 Stunden für im MDax notierte Unternehmen) und Eigenhandelsaktivitäten im Interesse des Marktes, z. B. Market Making, von der Sperrfrist ausnehmen. Die Häuser sollten jedoch im eigenen Interesse (Reputationsschutz) nicht gänzlich auf einen Zeitraum für die Informationsverarbeitung des Marktes und die Anleger verzichten. Auf jeden Fall sollten sie ihre diesbezüglichen Maßnahmen im Rahmen ihrer Research Conflicts Policy gemäß den Anforderungen der FinAnV offen legen⁷⁶⁸.

4.5 Die Einstellung der Researchcoverage

Die Einstellung der Researchcoverage kann für eine Gesellschaft einen erheblichen Verlust an Attraktivität am Kapitalmarkt zur Folge haben⁷⁶⁹. Aus diesem Grunde besteht wie bei der Entscheidung über die Aufnahme der Coverage auch hier ein erhebliches Potenzial für Interessenkonflikte zwischen einzelnen Investmentbankabteilungen und der Researchabteilung. Man stelle sich z. B. eine Situation vor, in der ein Investmentbanker einen Auftrag von der Gesellschaft unter Androhung der Beendigung der Researchcoverage zu erhalten sucht.

⁷⁶⁸ Vgl. BMF 2004, § 5 Abs. 4, Nr. 1 FinAnV

⁷⁶⁹ Vgl. Frank 2004, S. 308 f.

Um derartige Situationen zu erschweren, ist dem Kapitalmarkt bei Terminierung der Coverage ein Abschlussreport⁷⁷⁰ zum Zwecke der Transparenz vorzulegen, vorzugsweise inklusive Begründung durch den Analysten bzw. das Management der Researchabteilung⁷⁷¹. Die Begründung sollte der internen Überprüfung durch Compliance zugänglich gemacht werden.

5 Anpassungen beim Interessenkonfliktmanagement der Investmentbanken

5.1 Die Rolle der Geschäftsleitung

Die Ereignisse in den USA, z. B. bei Merrill Lynch⁷⁷² und Citigroup⁷⁷³, haben gezeigt, wie wichtig es ist, die Unabhängigkeit und Integrität der Researchabteilungen im Selbstverständnis der Investmentbanken zu verankern. Wie oben in Teil IV.4.1 erörtert, ist dies in erster Linie die Aufgabe der Geschäftsleitung. Diesem Aspekt wurde zwischenzeitlich in einer Vielzahl von neuen Standards explizit Rechnung getragen, insbesondere in Hinblick auf den Umgang mit Interessenkonflikten. So weisen u. a. die IOSCO⁷⁷⁴ und die FSA⁷⁷⁵ auf die besondere Verantwortung der Geschäftsleitung bzw. des Senior Managements für die Etablierung von geeigneten Maßnahmen zur Konfliktvermeidung bzw. -begrenzung hin. Die Maßnahmen sind in den schriftlichen Weisungen der Unternehmen zu verankern und somit auch der Kontrolle der Aufsichtsbehörden zugänglich zu machen.

⁷⁷⁰ Vgl. BMF 2004, § 4 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV i. V. m. der Begründung der Bundesregierung zu § 4 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV, S. 7, vom Dezember 2004

⁷⁷¹ Vgl. DVFA 2003, Abschnitt III I

⁷⁷² Vgl. o. A.: „Merrill Lynch geht es an den guten Ruf“, in: Börsen-Zeitung, 08.05.2002. Vgl. u. a. Frühauf: „Die Causa Merrill Lynch zwingt zur Prüfung der eigenen Bankenpraxis“, in: Börsen-Zeitung, 21.06.2002, S. 2

⁷⁷³ Vgl. bspw. Gasparino / Raghavan / Blumenstein: „Investigators Looking Into Citigroup Have an Ally in Grubman“, in: The Wall Street Journal Europe, 10.10.2002, S. 1

⁷⁷⁴ Vgl. IOSCO 2003a, S. 8: „... senior management bears ultimate responsibility for the adequacy of written internal procedures and controls designed to identify and eliminate, manage or disclose analyst conflicts of interest.“

⁷⁷⁵ Vgl. FSA 2004, Appendix I, S. 3. Das Policy Statement der FSA führt in den FSA Code of Business Conduct u. a. die Regel COB 7.16.4 G ein: „A firm's senior management is responsible for ensuring that its systems, controls and procedures are robust and adequate to identify and manage the conflicts of interest which arise in relation to investment research or similar publications, and to ensure, as far as practicable, that those arrangements operate effectively. The FSA does not consider that these conflicts of interest can be adequately managed by disclosure alone.“ Vgl. auch FSA 2005d: „Senior Management Responsibilities: Conflicts of Interest and non-standard Transactions“

Allgemein und ohne Bezugnahme auf das Thema Research unterstreicht zudem das Basel Committee on Supervision of Banks in seinem im April 2005 veröffentlichten Papier⁷⁷⁶ „Compliance and the compliance function in banks“ die besondere Verantwortung und Vorbildfunktion der Geschäftsleitung und des „senior management“ für die Einhaltung der Regeln in Banken.⁷⁷⁷

5.2 Finanzierungsmodelle der Researchabteilung

Die Finanzierung der Researchabteilung innerhalb der Investmentbank stellt einen wichtigen Einflussfaktor auf den Umgang mit Interessenkonflikten dar. Nicht zuletzt deshalb fordern die neuen regulatorischen Vorgaben in den USA⁷⁷⁸, aber auch die Entwürfe zur Umsetzung der MiFID⁷⁷⁹ ausdrücklich eine vom Investmentbanking unabhängige Entlohnung der Analysten.

In Teil IV4.2 wurde ausgeführt, dass in Deutschland die Finanzierung der Researchabteilung bereits in der Vergangenheit nicht in direkter Abhängigkeit von einzelnen Investmentbankingtransaktionen erfolgte, sondern vielmehr in Form einer Kostenumlage auf mehrere Bereiche, inklusive des Investmentbanking und des Trading- und Salesbereichs, bzw. die Finanzierung über direkte Verrechnung in Gestalt eines Profit Centers erfolgte. Daran hat sich auch gegenwärtig nichts geändert⁷⁸⁰.

Im Folgenden werden die grundsätzlich vorstellbaren Finanzierungsmodelle vorgestellt und auf ihre Vor- und Nachteile hinsichtlich ihres Konfliktpotenzials untersucht.

⁷⁷⁶ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision 2005

⁷⁷⁷ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision 2005, Introduction Nr. 2, S. 3:
„Compliance starts at the top. It will be most effective in a corporate culture that emphasises standards of honesty and integrity and in which the board of directors and senior management lead by example. It concerns everyone within the bank and should be viewed as an integral part of the bank's business activities. A bank should hold itself to high standards when carrying on business, and at all times strive to observe the spirit as well as the letter of the law. Failure to consider the impact of its actions on its shareholders, customers, employees and the markets may result in significant adverse publicity and reputational damage, even if no law has been broken.“

⁷⁷⁸ Siehe oben für die Aussagen der NYSE und NASD in Teil V2.2.2 und die Vereinbarungen des Global Settlement in Teil V2.2.3

⁷⁷⁹ Siehe oben für die Entwürfe unter MiFID in Teil V2.3.3

⁷⁸⁰ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt IV

5.2.1 Umlagefinanzierung durch alle Geschäftsbereiche

Vorstellbar und in der Vergangenheit in Deutschland teilweise praktiziert ist eine Finanzierung der Kosten der Researchabteilung mittels einer Allgemeinkostenumlage auf alle Unternehmensbereiche. Aus Sicht der Bank wäre dies zwar keine verursachungsgerechte Kostenverrechnung, hätte aber den Vorteil, dass der Researchbereich im Rahmen seines Budgets unabhängig von anderen Unternehmensinteressen seine Researchtätigkeit ausüben kann.

5.2.2 Umlagefinanzierung durch ausgewählte Geschäftsbereiche

Die in der gegenwärtigen Praxis häufig anzutreffende Zuordnung der Researchkosten zu ausgewählten, vom Research profitierenden Bankbereichen (z. B. Investmentbanking, Trading und Sales, Vermögensverwaltung, Anlageberatung) erscheint verursachungsgerechter. In diesem Fall lässt sich eine effektive Kostenkontrolle und -transparenz für die Bank gewährleisten. Der Nachteil dieser Lösung liegt in der größeren finanziellen Abhängigkeit der Researchabteilung von einzelnen Bereichen, was, wie oben in Teil III2.2 und Teil III2.3 diskutiert, die Gefahr für Interessenkonflikte erhöht.

Als interne Interessenten für das Bankenresearch kommen der Trading- und Sales-Bereich, der Investmentbankingbereich, aber auch das Privatkunden- und das Asset-Management-Geschäft in Frage.

Allerdings ist in der Praxis ein Schwerpunkt der Finanzierung beim Trading- und Sales-Bereich zu sehen. Da eine Einflussnahme des Investmentbankings auf die Entscheidungen der Researchabteilung nach gegenwärtigem Stand der Regeln und Diskussionen als nicht angemessen zu bewerten ist, stellt sich die Frage, wie und ob der Trading- und Sales-Bereich die Entscheidungen der Researchabteilung beeinflusst.

Empirische Studien zeigen, dass Sell-Side-Analysten i. d. R. erst aktiv werden, wenn aufgrund der Researchberichte für die Bank ein erhöhtes Ordervolumen für den Trading- und Sales-Bereich von Seiten der institutionellen Kunden zu erwarten ist⁷⁸¹. Dies überrascht nicht, da, wie in Teil II1.4 beschrieben, der Betrieb einer Researchabteilung in Investmentbanken sich an den bekannten betriebswirtschaftlichen Kriterien wie Kosten und Beitrag zum Ertrag messen lassen muss.

In diesem Zusammenhang ist vorstellbar, dass ein Wert in das Researchuniversum aufgenommen wird, sobald der Trading und- Sales-Bereich einen bestimmten Provisionsertrag im Kundengeschäft überschritten hat (z. B. 100.000 Euro pro Aktie pro Jahr). Erst bei Überschreitung dieser Schwelle, die je nach Kostenstruktur der einzelnen Investmentbanken unterschiedlich ausfallen dürfte, würde es sich für den Trading- und Sales-Bereich lohnen, „kostenloses“ Research für die Kunden durch den Researchbereich erstellen zu lassen. In diesem Finanzierungsmodell werden konsequenterweise i. d. R. keine Werte analysiert, die nicht durch den Trading- und Sales-Bereich gehandelt bzw. empfohlen werden⁷⁸². Die Interessenkonflikte, die sich hieraus ergeben können, wurden oben in Teil III2.2.2 beschrieben.

5.2.3 Finanzierung durch interne direkte Verrechnung

In diesem Finanzierungsmodell würde die Erstellung von Researchstudien aufgrund von Aufträgen einzelner Bankabteilungen an die Researchabteilungen erfolgen. Für diese Dienstleistung hätten die Abnehmerabteilungen entsprechende Entgelte an die Researchabteilungen zu entrichten. Der Preis für eine Researchstudie würde sich in diesem Modell an den Erstellungskosten und ggf. der Nachfrage orientieren. In einem derartigen Profit-Center-Modell träfe der Researchbereich die Entscheidung über die Aufnahme von Werten in das Universum wie auch die Entscheidung über die tatsächliche Erstellung einer Researchstudie ausschließlich in

⁷⁸¹ Vgl. z. B. Brennan / Hughes 1996, S. 1665-1691

⁷⁸² Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Kosten-Erlöse-Verhältnis“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

Abhängigkeit von einem konkreten Auftrag der einzelnen internen Auftraggeber.

Der Grad der Abhängigkeit der Researchabteilung von den Auftraggebern und damit das Konfliktpotenzial wären höher als in den beiden ersten Finanzierungsmodellen. Da die Anzahl und die Austauschbarkeit von internen Auftraggebern begrenzt sind, hätte die Researchabteilung nur eingeschränkte Möglichkeiten, sich gegen Anfragen zu Gefälligkeitsresearch zu wehren. Aus diesem Grunde macht diese Finanzierungsvariante besonders strenge Monitoringmaßnahmen seitens Compliance erforderlich.

5.2.4 Finanzierung durch Investoren

Eine nahe liegende Finanzierungsvariante wäre die Finanzierung von Research durch die Erträge aus dem direkten Verkauf von Research an die Investoren⁷⁸³. Bei dieser Finanzierung sind grundsätzlich zwei Typen von Gebührenmodellen vorstellbar: (1) eine Zugangsgebühr, bei der ein Investor Zugriff auf für mehrere Kunden regelmäßig erstellte Researchberichte erhält, sowie (2) eine Auftragsgebühr, zu der der Kunde exklusiv einen Researchbericht erstellt bekommt.

Die Interessenkonflikte zwischen der Researchabteilung und anderen Bereichen der Bank bestehen in diesem Modell weiter, allerdings ist die Möglichkeit der Einflussnahme geringer, da die Researchabteilung – bei unterstelltem Geschäftserfolg – nicht auf die Finanzierung durch andere Abteilungen angewiesen ist⁷⁸⁴.

Auch in diesem Modell wird die Bank den Ergebnisbeitrag der Researchabteilung gegen evtl. anderweitige negative Folgen der Empfehlungsaussagen (z. B. Verringerung des Aktiengeschäftes von Kunden zugunsten des nicht betriebenen Fondsgeschäftes) abwägen und ggf. bei

⁷⁸³ Siehe auch die eigenen Ausführungen zum „Unbundling“ in Teil VII.3

⁷⁸⁴ Vgl. u. a. Schreiber: „Fidelity krempelt Researchmarkt um“, in: Financial Times Deutschland, 27.12.2005, S. 19. Laut diesem Artikel zahlt Fidelity seit 1. Januar 2006 die Deutsche Bank in New York separat für Research und ist mit weiteren Brokern über die getrennte Bezahlung von Research im Gespräch.

Nachteilen für als wichtiger eingestufte Geschäftsbereiche in Betrachtung ziehen, die Researcherstellung einzuschränken bzw. einzustellen.

5.2.5 Finanzierung durch Emittenten

Analog zur Finanzierung durch Investoren wäre auch eine Finanzierung durch Emittenten vorstellbar. Auch hierbei ließen sich grundsätzlich zwei Gebührenmodelle denken, d. h. eine Gebühr für die regelmäßige Erstellung von Research, z. B. halbjährlich, oder aber ein einmaliges Research gegen eine entsprechende Gebühr⁷⁸⁵.

Die Interessenkonflikte stellen jedoch in diesem Modell eine größere Herausforderung als bei dem vorangegangenen Modell dar. Insbesondere ist nicht unmittelbar klar, wie die Verbreitung der Studie erfolgen würde, da es hierfür auch wieder zwei grundsätzliche Möglichkeiten gäbe: (1) Der Emittent erhält die Studie und kann nach eigenem Ermessen damit verfahren, also diese auch nicht veröffentlichen, falls das Researchergebnis missfällt, oder (2) die Studie wird direkt durch die Researchabteilung veröffentlicht ohne weitere Einflussmöglichkeit des Emittenten.

In beiden Fällen sieht sich der Researchersteller dem Konflikt ausgesetzt, dem Emittenten möglichst positives Research bereitzustellen, da er sonst damit rechnen muss, keine weiteren Researchaufträge zu erhalten.

Bemerkenswerterweise ähnelt dieses Verfahren dem Finanzierungskonzept der Ratingagenturen, das sich bekanntermaßen in der Praxis bewährt hat. Jedoch haben die Ratingagenturen aufgrund des bestehenden Oligopols weniger mit der Gefahr eines Auftragsentzugs zu rechnen, da bereits das Fehlen von Ratings einen negativeren Effekt als ein vermeintlich zu schlechtes Rating haben könnte.

⁷⁸⁵ Als Preise für mittelgroße Unternehmen werden derzeit vereinzelt 15.000–20.000 Euro für eine Basisstudie plus regelmäßige Aktualisierungen im Laufe eines Jahres genannt. Vgl. Frank 2004, S. 321

5.3 Berichtslinien der Researchabteilung

Bereits vor dem Aktiencrash berichteten die Researchabteilungen in den großen deutschen Universalbanken nicht an das Investmentbanking im engeren Sinne⁷⁸⁶. Eine Untersuchung der Verhältnisse zu Beginn des Jahres 2004 zeigt, dass unter den Top 10 der research anbietenden Investmentbanken⁷⁸⁷ die Researchbereiche ebenfalls größtenteils organisatorisch in den Bereich Securities Trading and Sales eingegliedert sind, d. h. außerhalb des Investmentbankings⁷⁸⁸.

Die befragten in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken gaben allesamt an, dass es auch weiterhin keine Berichtslinien der Researchabteilung ins Investmentbanking im engeren Sinne (Berichtslinien ins Trading und Sales können vorkommen) gibt⁷⁸⁹. Somit ist aufbauorganisatorisch betrachtet die Unabhängigkeit der Researchabteilung gewährleistet. Allerdings stellt die Forderung nach einer separaten Berichtslinie für die Unabhängigkeit der Analysten vom Investmentbanking lediglich eine notwendige Voraussetzung dar, die jedoch nicht hinreichend für die Unabhängigkeit ist.

Nach deutschem Aufsichtsrecht stellt der Researchbereich der Banken selbst einen Vertraulichkeitsbereich innerhalb der Banken dar⁷⁹⁰. Die Organisationsrichtlinie der BaFin nennt als eine mögliche Maßnahme zur Sicherung der Vertraulichkeit die funktionale und räumliche Trennung⁷⁹¹. Auf den Fall der Researchabteilung übertragen, bedeutet dies, dass die Berichtslinien der einzelnen Analysten nicht ins Investmentbanking oder Trading & Sales gehen sollten, sondern vielmehr an den Leiter der

⁷⁸⁶ Siehe dazu oben in Teil IV4.3

⁷⁸⁷ Die Auswahl der Top-10-Researchinvestmentbanken ergibt sich aus dem Researchteam Ranking „Global Research Team 2003“ durch die Zeitschrift „Institutional Investor“. www.institutionalinvestor.com

⁷⁸⁸ Die Angaben über die organisatorische Zuordnung der Researchbereiche wurden den Webseiten der Top-10-Researchinvestmentbanken im Februar 2004 entnommen.

⁷⁸⁹ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt III

⁷⁹⁰ Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.1. Da in einer Researchabteilung regelmäßig compliance-relevante Informationen anfallen, ist der Bereich als eigenständiger Vertraulichkeitsbereich zu behandeln.

⁷⁹¹ Vgl. BaFin 1999, Abschnitt 3.3.1

Researchabteilung. Eine Berichtspflicht des Leiters der Researchabteilung an den Bereich Investmentbanking sollte ebenfalls nicht statthaft sein⁷⁹².

5.4 Chinese Walls

Haben die Chinese Walls bei den bekannt gewordenen Verfehlungen der Analysten in Investmentbanken versagt? Die Antwort muss ja und nein lauten. Ja, da die Wirksamkeit von Chinese Walls ganz entscheidend von der Einhaltung und Befolgung bestimmter wohl definierter Prozesse abhängt⁷⁹³ und das Konzept von Chinese Walls zum Scheitern verurteilt ist, wenn sich die beteiligten Parteien nicht daran halten und dies u. U. gar von der Geschäftsleitung toleriert wird⁷⁹⁴. Nein, da Chinese Walls an sich ein geeignetes Verfahren zum Management von Informationsflüssen und Interessenkonflikten darstellen, allerdings nur dann, wenn sie auch richtig eingesetzt werden.

Die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie und respektive der deutschen Umsetzung durch den § 15 b WpHG fordern mittlerweile konkret, dass Mitarbeiter, die Insiderinformationen im Rahmen ihrer betrieblichen Aufgabenstellung erhalten, über diese Tatsache wie auch über die Konsequenzen zu belehren sind („Vergatterung“)⁷⁹⁵. Für den in Teil IV4.4.2 beschriebenen Wall-Crossing-Prozess hat dies zur Folge, dass der über „die Wall zu holende“ Mitarbeiter eine derartige Belehrung vor dem Wall Crossing zu erhalten hat. Dies sollte entweder einmalig pauschal oder in jedem Einzelfall separat erfolgen.

⁷⁹² Vgl. auch Global Settlement, Addendum A, Abschnitt I, das eine Berichtslinie von Research an das Investmentbanking explizit verbietet: „Research and Investment Banking will be separate units with entirely separate reporting lines within the firm – i. e. Research will not directly or indirectly report to or through Investment Banking.“

⁷⁹³ Siehe dazu die eigenen Ausführungen oben in Teil IV4.4

⁷⁹⁴ Vgl. bspw. Gasparino / Raghavan / Blumenstein: „Investigators Looking Into Citigroup Have an Ally in Grubman“, in: The Wall Street Journal Europe, 10.10.2002, S. 1, aber auch die eigenen Ausführungen zur Rolle der Geschäftsleitung in diesem Zusammenhang in Teil IV4.1 und Teil V5.1

⁷⁹⁵ So fordert § 15 b WpHG: „Die in den Verzeichnissen geführten Personen sind durch die Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären.“ Dies hat wohl auch für Mitarbeiter zu gelten, die die Information nicht unmittelbar, sondern nur mittelbar von Emittenten erhalten.

5.5 Neue Standards bei der Zusammenarbeit mit dem Investmentbanking

Die Möglichkeiten der Zusammenarbeit von Analysten mit dem Investmentbanking sind aufgrund der Erfahrungen aus den 90er Jahren sowie der geänderten regulatorischen Vorgaben in wesentlichen Punkten zu überdenken⁷⁹⁶. In Deutschland gibt es zur Zusammenarbeit der Analysten mit dem Investmentbanking bisher keine speziellen gesetzlichen oder regulatorischen Vorschriften, was sich mit der Umsetzung der MiFID allerdings ändern wird⁷⁹⁷. Die Vorgaben setzen vielmehr auf die Beseitigung von Informationsasymmetrien für die Investoren durch die umfangreiche Offenlegung von Interessenkonflikten sowie allgemein auf die Etablierung zur Konfliktvermeidung geeigneter organisatorischer Maßnahmen (z. B. Chinese Walls). Dies ist zu begrüßen, da dieser Ansatz den jeweiligen Häusern die notwendige Flexibilität beim Umsetzen geeigneter interner Maßnahmen zum Konfliktmanagement einräumt und gleichzeitig Mindeststandards für die Anleger sichergestellt sind.

In der Praxis bilden sich seit dem Jahr 2000 auch in Deutschland – neben dem bisher bereits standardmäßig bei der Weitergabe von Insiderinformationen betriebenen Wall-Crossing-Verfahren und dem „Need to Know“-Prinzip⁷⁹⁸ – weitere Standards bezüglich der Zusammenarbeit und Kommunikation zwischen Analysten und Investmentbankern heraus. Als Maßstab können neben den neuen deutschen allgemeinen gesetzlichen Regeln⁷⁹⁹ und aufsichtsrechtlichen Vorschriften⁸⁰⁰ insbesondere auch die Vereinbarungen des Global Settlement⁸⁰¹ herangezogen werden. Es steht zu erwarten, dass die weit reichenden Anforderungen des Global Settlement an die Zusammenarbeit von Analysten mit dem Investmentbanking zunächst bei global operierenden Investmentbanken Anwendungen finden werden. Im Folgenden werden die wichtigsten Formen der Zusammenarbeit und die sich herausbildenden Verhaltensregeln kurz vorgestellt.

⁷⁹⁶ Siehe dazu oben in Teil V2.2

⁷⁹⁷ Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 33, vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2. Hier wird die Teilnahme an Investmentbankingtransaktionen untersagt, sofern dadurch die Objektivität der Analysen gefährdet werden sollte.

⁷⁹⁸ Siehe dazu oben in Teil IV4.4.1

⁷⁹⁹ Siehe dazu oben in Teil V2.5.6

⁸⁰⁰ Siehe dazu oben die eigenen Ausführungen in Teil IV1.4.3, Teil V2.5.9 und Teil V2.5.11

5.5.1 Informations- und Meinungsaustausch (Brainstorming)

Investmentbanker sollten auch weiterhin Analysten auf öffentlich bekannte Transaktionen ansprechen können sowie die Einschätzung von Analysten hinsichtlich möglicher Marktreaktionen auf theoretische bzw. anonymisierte Projekte diskutieren dürfen⁸⁰². Andernfalls würden innerhalb der Banken erhebliche intellektuelle Ressourcen verschwendet werden. Sollten Analysten bei derartigen Gesprächen nichtöffentliche kursrelevante Informationen erhalten, sind sie von der eigentlichen Researchtätigkeit auszuschließen, da ein „unbeabsichtigtes Wall Crossing“ vorliegt. Daher ist bei einem derartigen Meinungsaustausch besondere Vorsicht geboten. In Zweifelsfällen sollten Gespräche von Bankern mit Analysten immer über das Researchmanagement koordiniert werden und ggf. im Wege des Chaperoning, unter Begleitung von Compliance, erfolgen⁸⁰³.

Andererseits sollten Investmentbanker Analysten nicht mit der Suche nach geeigneten Kandidaten für Transaktionen beauftragen⁸⁰⁴. Dies könnte u. U. die zukünftige Unabhängigkeit des Analysten gefährden, insbesondere dann, wenn der Analyst sich nach Nennung potenzieller Kandidaten dem Investmentbanking gegenüber verpflichtet fühlt⁸⁰⁵.

5.5.2 Teilnahme an externen Konferenzen und Veranstaltungen

Es sollte für Analysten und Investmentbanker weiterhin zulässig sein, gemeinsam an allgemeinen Meetings der Bank oder nicht research-spezifischen Meetings teilzunehmen⁸⁰⁶. Jedoch sollten Banker in keiner Form Druck auf die Analysten ausüben, um den Inhalt von Researchberichten oder von öffentlichen Stellungnahmen zu beeinflussen; dies liefe der Forderung

⁸⁰¹ Siehe dazu oben die eigenen Ausführungen in Teil V2.2.3

⁸⁰² Vgl. DVFA 2003, Abschnitt III C 2, S. 3

⁸⁰³ Vgl. Global Settlement 2003, Addendum A, Abschnitt I 10 a, S. 7

⁸⁰⁴ Vgl. Global Settlement 2003, Addendum A, Abschnitt I 10 a, S. 7: „Any communication between Research and Investment Banking personnel must not be made for the purpose of having Research personnel identifying specific potential investment banking transactions.“

⁸⁰⁵ Vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 33, vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2. Hier wird die Teilnahme an Investmentbankingtransaktionen untersagt, sofern dadurch die Objektivität der Analysen gefährdet werden sollte.

⁸⁰⁶ Vgl. Global Settlement 2003, Addendum A, Abschnitt I 10 e, S. 8

nach Objektivität diametral entgegen⁸⁰⁷. Derartige Verhaltensweisen wären unverzüglich von den Analysten an Compliance zu melden.

Bei Konferenzen oder Veranstaltungen für Kunden ist deutlich zu machen, dass Investmentbanker und Analysten nicht zusammen als Veranstalter auftreten und weder die Investmentbanker noch die Analysten positives Research garantieren werden⁸⁰⁸. Die Banker und Analysten müssen sich jederzeit der potenziellen Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research bewusst sein und daher stets mit besonderer Vorsicht, sowohl in geschäftlichen als auch in nichtgeschäftlichen Situationen, agieren.

5.5.3 Teilnahme an Investmentbankingtransaktionen

Im Folgenden soll genauer auf die Möglichkeiten der Zusammenarbeit von Analysten mit Investmentbankern und Emittenten im Rahmen von Investmentbankingtransaktionen – unterteilt nach den einzelnen Transaktionsphasen – eingegangen werden⁸⁰⁹.

5.5.3.1 *Pitching-Phase*

Unter „Pitching“ oder „Beauty Contest“ wird die Angebotsphase für ein Investmentbankingmandat verstanden. Für die Rolle der Analysten in der „Pitching“-Phase sollten unter Beachtung der nationalen und internationalen Standards folgende Verhaltensregeln beachtet werden:

- (1) Analysten ist es nicht gestattet, an Pitches teilzunehmen⁸¹⁰.
- (2) Analysten dürfen im Rahmen ihrer normalen Tätigkeit mit den Emittenten kommunizieren, aber nicht in Gegenwart der Banker⁸¹¹.

⁸⁰⁷ Vgl. DVFA 2003, Abschnitt III D 1, S. 4, aber auch die in WpHG § 34b Abs. 1 normierte Sorgfaltspflicht dürfte dies bereits verbieten.

⁸⁰⁸ Vgl. bspw. NYSE Rule 472 (g)(1). Diese verbietet sowohl das direkte als auch das indirekte Inaussichtstellen von Gefälligkeitsresearch.

⁸⁰⁹ Für eine Beschreibung der einzelnen Transaktionsphasen im Emissionsgeschäft vgl. Achleitner 2002, S. 478 ff. Die Gliederung des Abschnitts folgt der Gliederung der aktuellen deutschen Researchrichtlinie der Deutschen Bank AG. Vgl. Deutsche Bank 2005 o. A.

⁸¹⁰ Vgl. bspw. NYSE Rule 472 (a)(5) oder auch Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 2, S. 18: „Die Beteiligung an Pitches ..., die deal-related sind, ist den Analysten

-
- (3) Es ist den Bankern nicht gestattet, Gefälligkeitsresearch in Aussicht zu stellen oder negatives Research anzudrohen, um ein Mandat oder zusätzliches Geschäft für die Bank zu gewinnen⁸¹².
- (4) Analysten dürfen am internen Prüfprozess der Banker vor Abgabe eines Angebotes teilnehmen⁸¹³. Dabei dürfen sie von den Bankern im Rahmen eines Wall Crossing Informationen bezüglich des Emittenten erhalten. Vor dem öffentlichen Bekanntwerden der Details der Transaktion können die Analysten jedoch keine Researchstudien zu diesem Emittenten erstellen und veröffentlichen. Die Erstellung einer Analyse zur zeitnahen Veröffentlichung, nachdem alle nichtöffentlichen Aspekte der Transaktion öffentlich sind, ist grundsätzlich statthaft, allerdings nur dann, wenn der Analyst keine anderen, nicht die Transaktion betreffenden, nichtöffentlichen Informationen über den Emittenten erlangt hat. Dies kann im Einzelfall bei einem Wall Crossing schwer nachzuweisen sein.
- (5) Daher sollten Analysten aus Vorsichtsgründen keine langfristig wirkenden nichtöffentlichen Informationen (z. B. Informationen über Strategien) erhalten, da dies sie möglicherweise über das Mandat hinaus von der Coverage des Unternehmens ausschließen würde.
- (6) Banker dürfen bei der Vorbereitung der Angebotsunterlagen nach Zustimmung des Researchmanagements auf von Research erstellte Materialien zugreifen. Es darf in den Angebotsunterlagen auch erwähnt werden, ob eine Gesellschaft bereits durch die Researchabteilung der Bank abgedeckt wird, und falls ja, durch welchen Analysten inkl. seines

untersagt.". Siehe dazu auch oben die Ausführungen zur Ebene II der MiFID in Teil V2.3.3.3.3

⁸¹¹ Hier könnte die Anwesenheit des Bankers eine indirekte Zusage von Gefälligkeitsresearch suggerieren und sollte daher unterbleiben. Vgl. auch Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 2, S. 18: „Darüber hinaus haben ‚one-on-ones‘ zusammen mit Investmentbankern bei Kundenveranstaltungen, die deal-related sind, zu unterbleiben.“

⁸¹² Aus WpHG § 31 Abs. 1 i. V. m. § 34 b Abs. 5 folgt, dass derartiges Verhalten nicht zulässig sein kann, da es sich hier um Interessenkonflikte (Emittent – Anleger) handelt, die vermieden werden können und daher auch vermieden werden sollten. Auf Ebene II der MiFID wird Gefälligkeitsresearch demnächst explizit untersagt, vgl. dazu EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (d)

⁸¹³ Vgl. bspw. NYSE Rule 472 (a)(5): „... This prohibition shall not apply to any communication between the research analyst, company, and/or research personnel, the sole purpose of which is due diligence.“

Aufgabenbereiches, seiner Fähigkeiten und seines Rankings. Es darf jedoch nicht der Eindruck erweckt werden, dass der Analyst in irgendeiner Weise an der Transaktion mitarbeitet bzw. positives Research in Aussicht gestellt wird⁸¹⁴.

- (7) Die Entscheidung hinsichtlich der Abdeckung von einzelnen Werten und Unternehmen mit Research liegt in der alleinigen Verantwortung des Researchmanagements. Banker sollten keine Abdeckung mit Research in der Angebotsphase versprechen⁸¹⁵.

5.5.3.2 Vor-Marketing-Phase

Nach erfolgter Mandatierung der Investmentbank für eine konkrete Transaktion, z. B. die Platzierung von Wertpapieren, beginnt die so genannte Vor-Marketing-Phase, in der die zu platzierenden Wertpapiere durch die Investmentbanker näher bewertet werden. In dieser Phase sollten die folgenden Verhaltensregeln für die Interaktion der Banker mit den Analysten beachtet werden:

- (1) Analysten dürfen auf Anfrage der Banker und nach vorheriger Zustimmung des Researchmanagements nach einem Wall Crossing an der Überprüfung der Transaktionsunterlagen teilnehmen (Due Diligence)⁸¹⁶.
- (2) Marketingmaterialien müssen durch die Banker erstellt werden, diese können aber Informationsmaterialien von Research verwenden und können von Research auf inhaltliche Korrektheit hin geprüft werden⁸¹⁷. In den Marketingmaterialien dürfen keine Versprechungen oder Hinweise auf zukünftiges Gefälligkeitsresearch enthalten sein.

⁸¹⁴ Vgl. NYSE Rule 472 (g)(1)

⁸¹⁵ Siehe auch die eigenen Ausführungen zum Entscheidungsprozess der Researchcoverage in Teil V4.1

⁸¹⁶ Vgl. bspw. Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 3 b), S. 19: „Nachdem die Bank mandatiert worden ist, können Analysten unter Beachtung der Wall Crossing-Vorschriften in verschiedener Weise in eine Transaktion involviert werden.“

⁸¹⁷ Vgl. Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 3 b), S. 19: „Den Analysten ist es gestattet, Prospekte einzusehen. Voraussetzung ist jedoch, dass die Einsichtnahme ohne Präsenz aus dem [Investmentbanking] erfolgt. Die in diesem Zusammenhang möglicherweise vorzunehmenden Kommentierungen dürfen nur an das Research Management zur möglichen Weiterleitung an den [Investmentbankingbereich] ausgehändigt werden.“

-
- (3) Analysten dürfen im Rahmen ihrer normalen Tätigkeit mit den Emittenten kommunizieren, sollten dies aber in Gegenwart der Banker vermeiden.
 - (4) Sofern Analysten Insiderinformationen erhalten sollen bzw. erhalten, ist ein Wall Crossing erforderlich. Dies hat Auswirkungen auf die Möglichkeiten des Analysten, eine Studie zum Emittenten bzw. zum Wertpapier vor Bekanntwerden der Transaktion mit ihren Details zu veröffentlichen.

5.5.3.3 Marketing- und Preisfindungsphase

Bei einem Emissionsmandat schließt sich i. d. R. die Marketing- und Preisfindungsphase an. Während dieser Phase sollten folgende Regeln für die Kommunikation der Banker mit den Analysten befolgt werden:

- (1) Analysten dürfen an Marketingaktivitäten für Transaktionen nicht aktiv teilnehmen⁸¹⁸.

Es sollte allerdings zulässig sein, dass Analysten als Experten nach Zustimmung des Researchmanagements im Rahmen von Road Shows zu allgemeinen – nicht auf die Transaktion bezogenen – Fragen Stellung nehmen, sofern diese nicht durch die Banker beantwortet werden können. Falls dies der Fall ist, sollten derartige Auftritte dokumentiert werden.

- (2) Analysten sollten jedoch weiterhin an internen Informationsveranstaltungen für die Sales-Abteilung teilnehmen dürfen und im Rahmen dieser Veranstaltungen eigenes ausgewogenes und faires, auf öffentlichen Quellen beruhendes Informationsmaterial zu der Transaktion verteilen können. Dieses Material darf allerdings

⁸¹⁸ Vgl. bspw. NYSE Rule 472 (a)(6)(i) oder auch Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 2, S. 18: „Die Beteiligung an ... Road Shows, die deal-related sind, ist den Analysten untersagt.“, vgl. auch MiFID Ebene II. Hier wird die Teilnahme von Analysten an Road Shows explizit als eine Situation genannt, die die Objektivität des Analysten beeinflussen kann (vgl. EU-Kommission 2006a: Erwägungsgrund 33). Dies ist nicht

ausschließlich für den internen Gebrauch verwendet werden und muss entsprechend gekennzeichnet sein (z. B. „Nur zum internen Gebrauch“ oder „Internal use only“). Der interne Gebrauch dient insbesondere der Einhaltung der Black-Out-Perioden. Zudem ist auch auf die Risiken der Transaktion hinzuweisen.

- (3) Analysten dürfen auch zukünftig auf Anfrage der Banker ihre Ansicht über die beste Strukturierung und den Preis einer Transaktion mitteilen⁸¹⁹.

5.6 Supervisory Analyst

Die grundsätzliche Funktion hat sich in den letzten Jahren kaum verändert, daher wird für die Beschreibung der Aufgabe im Researchstellungs- und verbreitungsprozess auf Teil IV4.5 und Teil IV4.7.2.2 verwiesen.

5.7 Black Out Periods

Im deutschen Aufsichtsrecht wurden zum Einsatz von Black Out Periods auch nach dem Jahr 2000 keine konkreten gesetzlichen oder regulatorischen Vorgaben gemacht⁸²⁰. Die zwischenzeitlich für Aktien- und Zertifikateemissionen eingeführten konkreten Vorgaben der Going-Public-Grundsätze wurden mit Einführung des WpPG am 1. Juli 2005 abgelöst⁸²¹.

Nichtsdestotrotz sind der Einsatz und die Befolgung von Black-Out-Perioden weiterhin im Interesse der Banken und Anleger. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des zwischenzeitlich eingetretenen Vertrauensverlusts der Investoren in Bezug auf durch Banken erstelltes Research sowie im Lichte der weiterhin gültigen und oben in Teil IV4.6 diskutierten Risiken für die Banken.

zulässig, sofern dadurch die Objektivität der Analysen gefährdet werden sollte (vgl. auch EU-Kommission 2006b, Abschnitt 6.2.)

⁸¹⁹ Vgl. Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 3 b), S. 19: Nach einem Wall Crossing „... ist die Teilnahme und Kommentierung von Analysten zu Struktur und Pricing im Rahmen des ... Meetings zulässig“.

⁸²⁰ Bspw. Meyer 2005, S. 238, § 6, Rd. Nr. 109, vgl. auch o. A.: „Die Grundsätze entscheiden“, in: Börsen-Zeitung, 01.07.2005, S. 5

⁸²¹ Siehe auch die eigenen Ausführungen zum Inhalt der Going-Public-Grundsätze in Teil V2.5.4

Damit besteht in Deutschland ein Vakuum hinsichtlich verbindlicher Vorschriften zum Einsatz von Black-Out-Perioden. Es ist zu beobachten, dass insbesondere internationale Investmentbanken mit angelsächsischem Bezug die Praxis der Black-Out-Perioden im deutschen Markt weiterhin pflegen, wohingegen eher auf Deutschland konzentrierte Banken hier durchaus freizügiger agieren⁸²².

Es wäre daher zu überlegen, ob nicht zur Schaffung von einheitlichen Standards und zur Förderung der Rechtssicherheit der Konsortialbankeneine aufsichtsrechtliche Regelung der Black-Out-Fristen auch in Deutschland zweckmäßig wäre. Dies könnte analog zur „Save Harbor“-Regelung für Stabilisierungsmaßnahmen bzw. Aktienrückkäufe erfolgen⁸²³. D. h., bei Beachtung von klar definierten Kriterien, wie z. B. verbindliche Fristen der Black-Out-Perioden, würde ein automatischer Schutz vor Marktmanipulationsvorwürfen entstehen.

Die Anwendung von Black-Out-Perioden ist jedoch nicht unumstritten, da insbesondere den privaten Anlegern durch die Nichtverbreitung von Research zu einer Emission möglicherweise wertvolle zusätzliche Informationsquellen nicht zur Verfügung stehen⁸²⁴. In den meisten Fällen sind jedoch andere Banken, die aufgrund ihrer Teilnahme an der Transaktion durch die Black-Out-Periode nicht blockiert sind, in der Lage, den Informationsbedarf der Investoren mit entsprechenden Researchberichten zu adressieren.

⁸²² Vgl. auch Harrer: „Going Public Principles haben ihren Zweck erfüllt“, in: Börsen-Zeitung, 19.07.2005, S. 19. Harrer schreibt hier: „Während zahlreiche, insbesondere international tätige Banken in Übereinstimmung mit insbesondere internationaler Marktpraxis die komplexe und zukunftsorientierte Prognosen enthaltenden Research Reports unter anderem aus Haftungsgründen nur institutionellen Anlegern zur Verfügung stellen, verteilen andere Emissionsbegleiter diese Unternehmensanalysen unter Hinweis auf Gleichbehandlung auch an Privatanleger und Journalisten.“

⁸²³ Die Save Harbor Regeln für Kursstabilisierungsmaßnahmen und Rückkaufprogramme sind in § 20 a Abs. 3 normiert und verweisen unmittelbar auf die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen (ABl. EU Nr. L 336 S. 33)

⁸²⁴ Vgl. Harrer, H. / Fisher, R.: „Research Reports vor IPOs heftig in der Diskussion“, in: Börsen-Zeitung, 16.06.2004

5.8 Die Compliance-Abteilung

Während sich in den 90er Jahren in Deutschland der inhaltliche Schwerpunkt der Compliance-Abteilung noch auf die Überwachung der im WpHG verankerten Pflichten beschränkte⁸²⁵, ist spätestens seit 2000 eine erhebliche Ausweitung der Pflichten zu erkennen⁸²⁶.

Das Basel Committee on Banking Supervision hat in dem im April 2005 veröffentlichten Papier zur Rolle der Compliance-Funktion in Banken eine sehr weitgehende Definition dieser Compliance-Funktion gewählt⁸²⁷:

„The expression ‚compliance risk‘ is defined in this paper as the risk of legal or regulatory sanctions, material financial loss, or loss to reputation a bank may suffer as a result of its failure to comply with laws, regulations, rules, related self-regulatory organisation standards, and codes of conduct applicable to its banking activities (together, ‚compliance laws, rules and standards‘).

Compliance laws, rules and standards generally cover matters such as observing proper standards of market conduct, managing conflicts of interest, treating customers fairly, and ensuring the suitability of customer advice. They typically include specific areas such as the prevention of money laundering and terrorist financing, and may extend to tax laws that are relevant to the structuring of banking products or customer advice. A bank that knowingly participates in transactions intended to be used by customers to avoid regulatory or financial reporting requirements, evade tax liabilities or facilitate illegal conduct will be exposing itself to significant compliance risk.“

Dabei ist es wichtig, zwischen den Aufgaben der Compliance-Abteilung in der Bank und den Aufgaben eines effektiven Compliance-Programmes einer Bank zu unterscheiden⁸²⁸. Letzteres meint das umfassende Management der

⁸²⁵ Vgl. Deutsches Institut für interne Revision 2003, S. 96 ff.

⁸²⁶ Vgl. Lösler 2005, S. 104 ff.

⁸²⁷ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision 2005, Introduction Nr. 3 und 4, S. 7

⁸²⁸ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision 2005, Introduction Nr. 6, S. 7:

„Compliance should be part of the culture of the organisation; it is not just the responsibility of specialist compliance staff. Nevertheless, a bank will be able to manage its compliance risk more effectively if it has a compliance function in

regulatorischen Risiken der Bank. Dafür sind natürlich neben der unabhängigen Compliance-Abteilung in erster Linie die Geschäftsleitung⁸²⁹, die Bereichsleiter, aber auch die anderen Kontroll-⁸³⁰ und Infrastrukturbereiche der Bank sowie letztlich jeder einzelne Mitarbeiter verantwortlich.

In der gegenwärtigen Praxis in Deutschland ist die Compliance-Abteilung in erster Linie für die Identifizierung, Bewertung, Beratung und Überwachung der Compliance-Risiken im engeren Sinne, z. B. hinsichtlich der kapitalmarktrechtlichen und Geldwäschevorschriften, verantwortlich. Die Bestimmung zum Umgang mit Research gehört zu diesem engeren Kreis der Risiken⁸³¹.

Mit den in Reaktion auf den Aktiencrash des Jahres 2000 geänderten gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben kommt den Compliance-Abteilungen der Investmentbanken bei der Überwachung der Researchstandards eine bedeutsame Rolle zu. Die dabei in den Vordergrund gerückte Forderung nach der Unabhängigkeit der Analysten, bedeutet aber noch lange nicht, dass die Analysten völlig frei in der Entscheidung sind, was und wann veröffentlicht wird. Vielmehr haben sie sich im Gesamtbankinteresse dem in Abschnitt Teil IV4.7.2.2 beschriebenen Verfahren des Research Clearings zu unterziehen. Dies steht nicht im Widerspruch zur Unabhängigkeit der Analysten, sondern sollte als gerechtfertigter Eingriff in die Autonomie der Researchabteilung angesehen werden. Im Folgenden werden die geänderten Aufgaben beschrieben, die den Compliance-Abteilungen in Deutschland bei der Umsetzung der neuen Anforderungen zukommen.

place that is consistent with the 'compliance function principles' discussed below."

⁸²⁹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision 2005, Introduction Nr. 2, S. 3, Introduction Nr. 13, S. 4 i. V. m. Principle 1, S. 9

⁸³⁰ So sollte auch in Zukunft beispielsweise die Steuerabteilung für die Überwachung der Einhaltung der steuerrechtlichen Vorschriften verantwortlich bleiben.

⁸³¹ Vgl. bspw. BaFin 1999, Abschnitt 3

5.8.1 Vorabgenehmigung von Mitarbeitergeschäften

Die Einhaltung der Verhaltensstandards hinsichtlich der Mitarbeitergeschäfte der Analysten⁸³² kann mittels einer zwingenden Vorabgenehmigung („Pre approval“) von Mitarbeitergeschäften effektiv ex ante gesteuert werden. Die zwingende Einholung einer Vorabgenehmigung – durch den Vorgesetzten und ggf. durch Compliance – eignet sich auch für die Umsetzung von Handelsverboten und Haltefristen sowie zur Sicherstellung der Übereinstimmung getroffener Empfehlungsaussagen mit den eigenen Geschäften⁸³³.

Allerdings ist die Ausgestaltung der Handelsbeschränkungen von den Gegebenheiten der einzelnen Häuser abhängig. Während bei kleineren Researchabteilungen Analysten Mitarbeitergeschäfte in Instrumenten, die im Hause analysiert werden, möglicherweise komplett zu untersagen wäre, ist es bei größeren Researchabteilungen durchaus vorstellbar, dass die Verbote sich auf die durch die Analysten analysierten Titel beschränken⁸³⁴.

5.8.2 Monitoring der Handelsverbote und Haltefristen

Die Einhaltung der Handelsverbote und Haltefristen kann aber auch mittels Monitoring der Mitarbeitergeschäfte ex post erfolgen, allerdings nur dann, wenn die Investmentbank über Informationen der getätigten Geschäfte der Analysten verfügt. Dies ist i. d. R. der Fall, wenn die Mitarbeitergeschäfte innerhalb des eigenen Hauses abgewickelt werden. Aber auch wenn die Geschäfte bei anderen Banken durchgeführt werden, ist es erforderlich, dass die Compliance-Abteilung diese Geschäfte zum Zwecke der Überwachung

⁸³² Vgl. BMF, § 5 Abs. 4 Nr. 2. Nr. 2 schreibt vor, dass die Unternehmen ggf. offen legen, zu welchen Zeitpunkten und Preisen die Analysten Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand einer Analyse sind, vor deren Emission erhalten oder erwerben.

⁸³³ Vgl. BaFin 2000, Abschnitt B II, § 3. Hier sind explizit Handelsverbote und Haltefristen für Mitarbeiter mit besonderer Funktion vorgesehen.

⁸³⁴ Vgl. Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt E 2 b) aa), S. 21. Die Deutsche Bank untersagt es ihren Analysten gänzlich, in den Werten Mitarbeitergeschäfte zu tätigen, die sie selbst analysieren. Darüber hinaus ist es allen Analysten untersagt, Mitarbeitergeschäfte zu tätigen, in denen es in den vergangenen drei Tagen zur Veröffentlichung einer Researchanalyse gekommen ist. Vgl. auch die neuen Vorgaben zum Dealing ahead of Research und dem Verbot von Mitarbeitergeschäften entgegen der eigenen Empfehlung in der MiFID Ebene II; siehe dazu oben in Teil V2.3.3.3.3

erhält⁸³⁵. Dies ist i. d. R. im Rahmen der Mitarbeiterleitsätze der Banken geregelt⁸³⁶.

5.8.3 Vorabgenehmigung von Mandaten

Da Analysten zur Vermeidung von Interessenkonflikten keine Mandate bei Unternehmen annehmen sollten, die sie gegenwärtig oder ggf. zukünftig analysieren, ist es ratsam, für diese Fälle ein Verfahren zur Vorabgenehmigung von Mandaten zu etablieren. Die Freigabeentscheidung für ein derartiges Verfahren sollte beim Researchmanagement in Abstimmung mit Compliance liegen. Das gleiche Verfahren sollte auch für die Aufnahme anderer geschäftlicher Beziehungen des Analysten mit den untersuchten Unternehmen eingesetzt werden.

5.8.4 Überprüfung der Coverage-Entscheidung

Einzelne Banken gehen dazu über, Compliance mit einer unabhängigen Überprüfung der genauen Beweggründe für die Aufnahme eines Wertes in das Researchuniversum zu beauftragen. Sofern die Kriterien für eine Aufnahme klar definiert sind, z. B., wenn die Aufnahme an das Kommissionsvolumen gekoppelt ist, kann eine derartige Prüfung aber auch unterbleiben. Ist dies nicht der Fall, erscheint dieses Verfahren zur Vermeidung bzw. Aufdeckung von möglichen Interessenkonflikten sinnvoll.

5.8.5 Das Chaperoning

Das Chaperoning ist ein über die bereits vorgestellten Standards zum Informationsaustausch in Banken (Chinese Wall Crossing, Need to Know) hinausgehender Prozess der Beratung, Dokumentation und unabhängigen Überwachung der Kommunikation zwischen Analysten und anderen Bankmitarbeitern. Es findet in den USA insbesondere bei der Kommunikation

⁸³⁵ Vgl. u. a. Gebauer 2006, S. 35 f.

⁸³⁶ Vgl. ebenda, Abschnitt B II, § 1. Mitarbeiter mit besonderen Funktionen – Analysten erfüllen diese Definition –, die ein Konto, über das Geschäfte in Derivaten abgewickelt werden, oder ein Depot bei einem Drittinstitut oder einer Konzerngesellschaft eröffnen wollen, haben hierfür die vorherige Zustimmung der Geschäftsleitung oder der von ihr benannten Stelle einzuholen und die Bank über getätigte Mitarbeitergeschäfte zu informieren.

von Analysten mit Firmenkundenbetreuern oder anderen Investmentbankern Anwendung⁸³⁷.

Der Prozess sieht vor, dass jegliche Kommunikation, d. h. schriftlicher und mündlicher Art, zwischen den genannten Abteilungen zu konkreten Researchstudien inklusive der analysierten Unternehmen nur unter Beisein des Researchmanagements, von Compliance oder der Rechtsabteilung („Chaperoning“) erfolgen darf⁸³⁸.

In der Praxis kann dies bedeuten, dass sämtliche E-Mails zwischen den genannten Personengruppen als Kopie an Compliance oder die Rechtsabteilung zu senden sind, sofern die E-Mail-Kommunikation nicht generell blockiert wurde⁸³⁹, sowie im Falle persönlicher Treffen der Analysten mit Investmentbankern die Anwesenheit von Mitarbeitern der Rechts- oder Compliance-Abteilung erforderlich wird. In jüngster Zeit gehen auch einige in Deutschland ansässige Investmentbanken dazu über, das Chaperoning aktiv zu betreiben⁸⁴⁰.

5.8.6 E-Mail-Monitoring

Investmentbanken nicht nur in den USA sind zur Überprüfung der Vorschriften zur Kommunikation zwischen Analysten und Investmentbankern dazu übergegangen, nicht nur die Wertpapiertransaktionen der Mitarbeiter und einzelner Bereiche auf die Einhaltung der Standards hin zu überprüfen, sondern diese Prüfung auch auf die Kommunikation der Mitarbeiter untereinander auszuweiten⁸⁴¹.

⁸³⁷ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil V5.10.6 unten

⁸³⁸ Vgl. NYSE Rule 472 (b)(3)(ii)

⁸³⁹ So hat die Deutsche Bank den Austausch von E-Mails mit Bezug zur aktuellen Analysetätigkeit eines Analysten oder zu Transaktionen der Investmentbank gänzlich untersagt. Vgl. Deutsche Bank AG 2005, Abschnitt D 2, S. 18

⁸⁴⁰ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt III

⁸⁴¹ Wegweisend war hier der Vergleich von Merrill Lynch mit Eliot Spitzer im Mai 2002, in dem sich Merrill Lynch verpflichtete ein Kontrollsystem zur Überwachung der E-Mail-Kommunikation zwischen Research und Investmentbanking zu implementieren. Vgl. Unterlagen der New Yorker Staatsanwaltschaft zum Settlement mit Merrill Lynch unter www.oag.state.ny.us/press/2002/apr/apr08c_02.pdf

Dabei werden die E-Mails zunächst automatisch „real time“ oder ex post nach Hinweisen auf Verletzungen der unterschiedlichen Verhaltensvorschriften zur Kommunikation der Analysten untersucht. Dies geschieht häufig mittels der Suche nach bestimmten Schlüsselwörtern, z. B. „sicherer Tipp“. Ein anderer Ansatz wäre die Verknüpfung der Suche mit der Watch List, d. h., sobald ein Wert neu auf die Watch List gesetzt wird, wird auch in E-Mails nach diesem Wert gesucht. Die auf diese Weise herausgefilterten E-Mails müssen dann manuell – oftmals durch die Compliance-Abteilung – weiter überprüft werden. Eine andere Form der Kommunikation in Banken ist z. B. die Nutzung von internen elektronischen Foren (Chat-Räume). In diesen Foren können Informationen und Meinungen innerhalb größerer Gruppen ausgetauscht und gemeinsam diskutiert werden. Hier sind regelmäßige, stichprobenartige Prüfungen der Inhalte durch die Compliance-Abteilung ratsam. Denkbar wäre aber auch hier eine systemtechnisch unterstützte Überwachung der Kommunikation.

Eine Überwachung von E-Mails in Deutschland tätigen Investmentbanken dürfte sich aus datenschutz- und mitbestimmungsrechtlichen Überlegungen heraus als schwieriger erweisen. Allerdings zeigt die Praxis, dass es bereits erste Banken in Deutschland gibt, die den E-Mail-Verkehr zwischen Analysten und Investmentbankern in gesonderter Form auch überwachen⁸⁴².

5.9 Neue Aufgaben für die Personalabteilung

Die Bedeutung der richtigen Personalauswahl, Arbeitsvertragsgestaltung und Leistungsmessung und damit die Bedeutung der Personalabteilung haben in den letzten Jahren zugenommen. Die aktuellen Entwicklungen werden in den folgenden drei Abschnitten kurz beleuchtet.

⁸⁴² Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt III, Nr. 5

5.9.1 Der Auswahlprozess für die Einstellung von Analysten

Die Integrität und die Qualität der Researchmitarbeiter sind von entscheidender Bedeutung für Objektivität und Qualität der späteren Researchprodukte, insbesondere für den richtigen Umgang mit Interessenkonflikten. Aus diesem Grunde ist der Einstellungsprozess inklusive des Auswahlprozesses der erste wesentliche Schritt zur Sicherung der Integrität der Analysten⁸⁴³.

Der Auswahlprozess lässt sich mit Hilfe der Agency-Theorie gut untersuchen. Wie oben in Teil II1.3.2 beschrieben, ist die Einstellung eines Mitarbeiters eine Vertragssituation, die durch Informationsasymmetrien zwischen dem Arbeitgeber als Prinzipal und dem potenziellen neuen Mitarbeiter als Agenten gekennzeichnet ist. In dieser als Hidden Characteristics (Qualitätsunsicherheit) beschriebenen Situation hat der Arbeitgeber nur begrenzte Informationen über die tatsächliche Qualifikation und die persönlichen Eigenschaften des potenziellen Arbeitnehmers (Agenten) für die zu besetzende Stelle und muss daher die Möglichkeit einkalkulieren, dass der Agent nicht alle Informationen über seine Fähigkeiten offen legt. Im Ergebnis kann dies zu Adverse Selection führen mit der Folge, dass der Prinzipal schlechtere Qualität als geplant erhält.

Die genauere Untersuchung eines geeigneten Auswahlverfahrens wäre ein interessantes Thema, soll hier aber nicht vertieft werden. Vielmehr werden im Folgenden einige evidente Anforderungen an die Informationen im Rahmen des Auswahlverfahrens beschrieben.

Neben den in jedem Berufsfeld üblichen Einstellungsunterlagen (z. B. Lebenslauf, Qualifikationsnachweise etc.) sollten für Analysten zusätzliche Informationen eingeholt werden. Hierzu zählen u. a. zur Klärung der Integrität ein polizeiliches Führungszeugnis oder vergleichbare Bestätigungen. Sofern vorhanden und rechtlich zulässig, sollten berufsverbandliche oder regulatorische Registrierungen inklusive Informationen zum Stand der

⁸⁴³ Vgl. u. a. Bednar 2004, S. 201 f. Bednar spricht von der ethischen Stärke des Kandidaten, die es beim Einstellungsprozess zu ermitteln gilt.

Ausbildung und ggf. Sanktionen eingeholt und kritisch überprüft werden⁸⁴⁴. Hinsichtlich der fachlichen Qualifikation des Analysten wäre es hilfreich, auf öffentlich verfügbare Analystenratings zurückgreifen zu können. Allerdings dürfte es in der Praxis schwierig sein, vergleichbare Ratings für die Mehrzahl der Analysten zu finden.

5.9.2 Anreizsysteme, Kompensation und vertragliche Ausgestaltung für Analysten

Die Unabhängigkeit des Analysten bei der Researcherstellung wird durch die Definition des richtigen Anreizsystems wesentlich gefördert.⁸⁴⁵ Dabei sind zur Sicherung der Einhaltung der Researchstandards zwei Aspekte von besonderem Interesse:

- (1) Welche Bestandteile sollten die Verträge enthalten, um die Analysten zu integrem Verhalten zu motivieren?
- (2) Wer sollte die Kompensation der Analysten bestimmen, sodass das Ziel von objektivem Research gefördert bzw. nicht gefährdet wird?

Die Verträge mit Analysten sollten im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie so gestaltet werden, dass einerseits das Interesse der Bank an qualitativ hochwertigem Research mit dem Interesse des Analysten an der Maximierung seiner eigenen Nutzenvorstellungen möglichst optimal gekoppelt ist sowie andererseits die Kosten für einen Vertragsbruch inkl. der Kosten für die Nichtbefolgung der ethischen Grundsätze ebenfalls direkten Eingang in die individuelle Nutzenfunktion des Analysten finden⁸⁴⁶.

⁸⁴⁴ Eine derartige Registrierung existiert in Deutschland nicht. Als Vorbild könnte die Börsenhändlerzulassung für die deutschen Börsen dienen.

⁸⁴⁵ In den letzten Jahren wurde in der Literatur insbesondere der Ansatz der „Balanced Scorecard“ bei der Leistungsmessung in komplexen Situationen diskutiert. Die Balanced Scorecard wird dazu mit dem Anreizsystem der einzelnen Mitarbeiter verknüpft. Möglicherweise ergeben sich hier auch Ansätze für ein verbessertes Anreizsystem für Finanzanalysten. Einführend in die Thematik der Balanced Scorecard Kaplan / Norton 1997

⁸⁴⁶ Siehe dazu auch die eigenen einführenden Anmerkungen zur Prinzipal-Agenten-Theorie in Teil III.3.2

Letzteres lässt sich nur durch i) die Einbindung aller relevanten internen Regelwerke als Bestandteil des Arbeitsvertrages und ii) tatsächliche Sanktionen bei regelwidrigem Verhalten erreichen. Die Kosten für den Analysten bei regelwidrigem Verhalten dürften zusätzlich steigen, falls mit einer möglichen beruflichen oder regulatorischen Registrierungspflicht die Pflicht zur Anzeige von Gründen bei der Kündigung einhergeht⁸⁴⁷.

Hinsichtlich der Vergütung der Analysten lassen sich aus den neuen Standards unmittelbar einige Grundregeln ableiten:

- (i) Die Investmentbankingabteilungen dürfen keinerlei Einfluss auf die Vergütungsentscheidungen haben.
- (ii) Die Vergütung darf sich nicht an den Erträgen aus Investmentbankingtransaktionen ausrichten, ein Bezug auf die Gesamtbankresultate ist jedoch zulässig⁸⁴⁸.
- (iii) Es sind mess- und nachvollziehbare Kriterien für die Bewertung der Analysten anzuwenden.
- (iv) Die Kompensationsentscheidungen sind zu dokumentieren.
- (v) Das Researchmanagement hat regelmäßig die Arbeit der einzelnen Analysten zu prüfen, ob i) die geltenden Kapitalmarktregeln und die internen Richtlinien befolgt wurden und ii) ob die Aussagen des Analysten den qualitativen und quantitativen Anforderungen für Research entsprechen.

In US-amerikanischen Investmentbanken wurden aufgrund der neuen Vorgaben zusätzlich „Compensation Committees“ eingerichtet⁸⁴⁹. Dem „Compensation Committee“ sollten neben dem Researchmanagement auch erfahrene Compliance- und Rechtsabteilungsmitarbeiter mit dem Ziel angehören, bei der Besprechung und Festsetzung der einzelnen Gehälter und

⁸⁴⁷ Gemäß dem UK Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000 ist für die Erbringung von „regulated activities“ eine Genehmigung der FSA erforderlich. Dies gilt auch für ausgewählte natürliche Personen („Approved Person Regime“). Die FSA hat das Recht angemessene Strafen gegen die Approved Person bei Verstößen gegen die Verhaltensregeln zu verhängen und dies zu veröffentlichen; vgl. UK Treasury 2000: § 66 i. V. m §§ 59 und 64 Financial Services and Markets Act 2000

⁸⁴⁸ Vgl. bspw. NYSE Rule 472 (h)(1)

⁸⁴⁹ Vgl. Global Settlement, Addendum A, Abschnitt I, Nr. 5, Vgl. auch NYSE Rule 472 (h)(2)

Bonuszahlungen der Analysten eine zusätzliche Plausibilitätskontrolle vorzunehmen.

5.9.3 Performance-Messung

Die Leistung von Analysten objektiv und damit nachvollziehbar messen zu können, wäre ein weiterer wichtiger Schritt zur Sicherung der Unabhängigkeit der Analysten. Die objektive und nachvollziehbare Performance-Messung, gekoppelt mit einer entsprechenden Vergütung, würde für den Analysten einen kaum zu übertreffenden Anreiz schaffen, objektives Research zu erstellen. Allerdings besteht in der Theorie Skepsis darüber, ob die Performance der Analysten objektiv messbar ist und welches die richtigen Kriterien zur Beurteilung von „objektivem“ oder „gutem“ Research sind⁸⁵⁰. Vorstellbar sind jedoch Kriterien wie:

- (i) Kundenzufriedenheit⁸⁵¹
- (ii) Vorhersagegenauigkeit der Prognosen und Preisziele⁸⁵²
- (iii) Erfolg von Handelsstrategieempfehlungen⁸⁵³

In der Praxis werden derzeit zunehmend „objektive“ Messverfahren eingesetzt. So beauftragte der Aktienresearchbereich von Standard & Poor's im November 2004 die Firma StarMine mit der unabhängigen und objektiven Performance-Messung von ca. 100 Aktienanalysten von S & P weltweit⁸⁵⁴.

Nach Angaben von StarMine wird bei über 2.000 Finanzanalysten weltweit die StarMine-Methode zur Leistungsmessung genutzt. Die Messung umfasst

⁸⁵⁰ Vgl. Loistl / Hafner 2002, S. 642 ff.

⁸⁵¹ Dieses Verfahren nutzen u. a. das US-Fachmagazin „Institutional Investor“ und Thomson Extel. Vgl. dazu auch Hoffknecht / Rezmer: „Viele Konzepte – ein Ziel“, in: Handelsblatt online, 10.05.2005, aber auch die Citibank Privatkunden AG, vgl. bspw. auch die Wahl des „Most independent research“ und „Most useful research“ in der Global Brokers Survey durch das „Global Investor Magazine“, September 2004, vgl. ferner Wiebe: „Analysten-TÜV gerät in die Kritik“, in: Handelsblatt, 06.12.2002

⁸⁵² Dieses Verfahren wird bspw. von StarMine und AQ Research genutzt. Vgl. dazu Hoffknecht / Rezmer: „Viele Konzepte – ein Ziel“, in: Handelsblatt online, 10.05.2005

⁸⁵³ Auch hier sind StarMine und AQ Research als Vertreter zu nennen. Vgl. dazu auch Hoffknecht / Rezmer: „Viele Konzepte – ein Ziel“, in: Handelsblatt online, 10.05.2005

⁸⁵⁴ Vgl. StarMine Press Release: „StarMine Selected by Standard & Poor's to Objectively Measure Research Analyst Performance“, 24.11.2004, www.starmine.com

dabei die Genauigkeit der Gewinnvorhersagen und die Güte der Empfehlungsaussagen⁸⁵⁵. Ein weiteres Beispiel für den Versuch, ein objektives Bewertungsverfahren zu entwickeln, ist die von der EFFAS⁸⁵⁶ und der DVFA unterstützte ISfA-Methode⁸⁵⁷. Das zum Schweizer Analystenverband gehörende Unternehmen bietet den Banken eine Softwarelösung an, mit denen die Banken die Leistung ihrer Analysten messen können⁸⁵⁸.

Den Personalabteilungen und dem Researchmanagement in Investmentbanken stehen somit schon heute Instrumente zur Verfügung, die zur unabhängigen Beurteilung der Analystenleistungen genutzt werden können und auch genutzt werden sollten. Welches System wie eingesetzt wird, sollte in Abhängigkeit von den konkreten Verhältnissen durch jede Investmentbank selbst geklärt werden.

5.10 Die konkrete Anwendung einzelner Maßnahmen bei Interessenkonflikten

Im folgenden Abschnitt werden die oben in Teil IV4 und in diesem Teil vorgestellten Maßnahmen zum Management von Interessenkonflikten mit den weiter oben in Teil III2 vorgestellten potenziellen Interessenkonflikten zusammenfassend in Verbindung gebracht. Die Zuordnung geschieht auf Basis der in den vorangegangenen Abschnitten erörterten geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen und der sich ändernden Standards im Umgang mit Interessenkonflikten bei der Researcherstellung und-verbreitung.

⁸⁵⁵ Vgl. ebenda

⁸⁵⁶ European Federation of Financial Analysts Societies, www.effas.com

⁸⁵⁷ Vgl. IsfA-Pressemitteilung, 28.04.2003: „Qualität von Kauf- und Verkaufsempfehlungen wird messbar: ISfA-Standard setzt Rahmen für Arbeit und Bewertung der Finanzanalysten“. Um die Glaubwürdigkeit und Professionalität der Finanzanalyse zu stärken, lanciert der Berufsverband der Analysten, die Swiss Financial Analysts Association (SFAA), eine umfassende Plattform für die Messung von Kauf- und Verkaufsempfehlungen. Der von Schweizer Finanzexperten aus Forschung und Praxis entwickelte so genannte ISfA-Standard ermöglicht erstmals einen objektiven Vergleich der Performance von Empfehlungen bzw. von Researchabteilungen der internationalen Finanzmärkte.

⁸⁵⁸ Vgl. bspw. Hoffknecht / Rezmer: „Viele Konzepte – ein Ziel“, in: Handelsblatt online, 10.05.2005

5.10.1 Überblick

[illegible]

	Verzicht auf Research	Haltefristen und Handelsverbote des Analysten	Research Black-Out-Perioden	Einsatz von Chinese Walls und Wall-Crossing-Verfahren	Chaperoning	Offenlegung von Interessenkonflikten	Research Management Review	Zertifizierung	Research Clearing	WL Monitoring	RL Monitoring	Monitoring des Portfolioumschlages der Kunden	E-Mail-Monitoring	Unabhängiger Review der Vergütungsentscheidungen	Review der Gründe für die Beendigung der Coverage
Konfliktkonstellation															
Bankbereiche mit Kundenkontakt															
Wertpapierberatung				x		x	o	o		x		o	o	o	o
Verkaufsbereich für institutionelle Kunden (Sales)				x		x	o	o		x		o	o	o	o
Agency-Konflikte des Researchbereichs mit anderen Bankbereichen															
Research und Kundenhandel / Market Making				x		x	o	o		x		o	o	o	o
Research und Eigenhandel				x		x	o	o		x			o	o	o
Research und Strategieabteilung	o			x		x	o	o	x	x			o	o	o
Research und Treasury	x														
Research und Vermögensverwaltung				x		x	o	o		x		o	o	o	o
Research und Asset Management				x		x	o	o		x		o	o	o	o
Research und Kreditgeschäft				x			o	o	x	x			o	o	o
Externe Konflikte															
Research und allgemeine Geschäftsbeziehung zum analysierten Emittenten				x		x	o	o	x	x	x		o	o	o
Research und M&A-Mandat			x	x	o	x	o	o	x	x	x		o	o	o
Research und Emissionsmandat			x	x	o	x	o	o	x	x	x		o	o	o
Research und Structured-Finance-Mandat				x	o	x	o	o	x	x	x		o	o	o
Research und Designated-Sponsor-Mandat				x		x	o	o	x	x	x		o	o	o
Research für unterschiedliche Kundengruppen				x		x	o	o		x		o	o	o	o

Quelle: Eigene Darstellung; x = zwingend erforderlich, o = im Rahmen von Best Practice eingesetzt

5.10.2 Research und Treasury-Abteilung

Das Interesse der Treasury-Abteilung einer jeden Bank nach möglichst kostengünstiger Finanzierung kann zu einem erheblichen Interessenkonflikt für die Researchabteilung führen⁸⁵⁹. Es erscheint daher für die Researchabteilungen ratsam, von der Coverage der eigenen zur Kapitalaufnahme aufgelegten Titel gänzlich abzusehen, da auch trotz funktionierender Chinese Walls der Vorwurf eines ungelösten Interessenkonfliktes erhoben werden würde und die damit verbundenen Reputationsschäden empfindlich ausfallen dürften. Auch wenn eine

diesbezügliche regulatorische Vorgabe in Deutschland nicht existiert, wird derzeit im Markt allgemein akzeptiert, auf die Coverage der eigenen Aktien und Anleihen aus den genannten Gründen zu verzichten⁸⁶⁰.

5.10.3 Research und M&A-Mandat

Die Bank verpflichtet sich im Rahmen eines M&A-Mandates zur umfassenden Wahrung der Interessen des M&A-Kunden während der M&A-Transaktion.⁸⁶¹

Die Lösung des in Teil III2.4.2 beschriebenen Interessenkonfliktes erfolgt durch den zeitweisen Verzicht der Bank auf Researcherstellung und –verbreitung (Research Black Out). Dies ist nicht unproblematisch in Hinsicht auf die Interessen der Kunden mit Anspruch auf Research. Es wird hier richtigerweise zugunsten der Interessen des M&A-Kunden entschieden und ein Research Black Out eingehalten. Dadurch wird die explizite vertragliche Interessenwahrungspflicht der Bank gewahrt. In der Praxis wird die Beschränkung der Researchverbreitung über eine Researchrestriktion auf der Restricted List der Investmentbank umgesetzt.

5.10.4 Research und das Emissionsgeschäft

Bei Primär- und Sekundärmarktplatzierungen (sog. IPOs bei Aktienplatzierung bzw. Block Deals) stehen sich die mandatsmäßige Verpflichtung der Emissionsabteilung, die Interessen des Emittenten bzw. der Altaktionäre während der Emission umfassend zu wahren, und das Interesse der Bankkunden auf Investorenmenseite an objektivem und aktuellem Research gegenüber⁸⁶².

Wie kann dieser Konflikt gelöst werden? Richtigerweise ist dem Emissionsmandat, mit expliziten, vertraglich fixierten Interessen des Emittenten, gegenüber der sozusagen freiwillig eingegangenen Verpflichtung der Bank, ihren Kunden objektives und aktuelles Research bereitzustellen,

⁸⁵⁹ Siehe auch die eigenen Ausführungen in Teil III2.3.4

⁸⁶⁰ Die Aussage basiert auf der Befragung von 10 großen, in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken im Januar 2006. Vgl. dazu Anlage 5, Abschnitt III

⁸⁶¹ Siehe auch die eigenen Ausführungen in Teil III2.4.2

⁸⁶² Siehe für genauere Ausführungen zu dem Konfliktpotenzial Teil III2.4.3

insoweit Vorrang einzuräumen, dass die Erstellung von Research unter Einsatz von Black-Out-Perioden eingeschränkt wird.

Andererseits sind der Emittent und das emissionsbegleitende Konsortium an einer umfassenden Information der Kunden über die anstehende Emission interessiert. Aus diesem Grund werden als Bestandteil des Emissionsmandates i. d. R. die Zeiträume und Inhalte in Form von Researchguidelines festgelegt, innerhalb derer die Konsortialbanken Research verteilen dürfen. Gerade bei Aktienemissionen wird, um Interessenkonflikten auszuweichen, die Angabe von Empfehlungsaussagen und Preiszielen durch die Researchguidelines untersagt. Zum Schutz der Investmentbanken vor Schadensersatzforderungen der Investoren und Manipulationsvorwürfen haben sich neben den vertraglich vereinbarten Black-Out-Perioden auch Marktusancen auf diesem Gebiet entwickelt⁸⁶³.

Die Einhaltung von Black-Out-Perioden stellt somit eine Kompromisslösung für den Umgang mit dem oben beschriebenen Interessenkonflikt der Banken im Zusammenhang mit Platzierungen begleitendem Research dar.

Im Fall des „Competitive IPO“ ist die Unabhängigkeit der Analysten besonders gefährdet. Daher sollte die Analyseerstellung entweder nicht Teil des Platzierungsangebotes durch die Investmentbanken sein oder zumindest der Zeitpunkt der Mandatierung der Investmentbank durch den Emittenten vor der Analyseerstellung liegen. Letzteres garantiert, dass das Mandat nicht bereits aufgrund in der Pitching-Phase vorliegender Gefälligkeitsstudien vergeben wird. In jedem Fall ist sicherzustellen, dass durch Überprüfung der Sorgfaltspflichten und strikte Einhaltung der Interaktionsregeln mit dem Investmentbanking die Objektivität des Analysten nicht beeinträchtigt wird.

5.10.5 Research und Structured-Finance-Mandat

Die Structured-Finance-Abteilung hat u. U. ebenfalls Interesse an einer unzulässigen positiven Gestaltung der Finanzierungsmöglichkeiten ihres

Kunden am Kapitalmarkt (z. B. Absatz von ABS-Tranchen). Hieraus kann ein Interessenkonflikt mit der Researchabteilung entstehen⁸⁶⁴. Daher ist auch für strukturierte Finanzierungen der Einsatz von Research-Black-Out-Perioden denkbar, um so die Interessen des Kunden (Verhinderung von aus Sicht des Kunden negativen Researchs der Bank) zu wahren und evtl. Manipulationsvorwürfe der Investoren (Vermeidung von im Nachhinein zu positivem Research aus Sicht der Investoren) zu entschärfen.

5.10.6 Abgleich von Researchstudien mit dem Investmentbanking

Für alle Bereiche des Investmentbankings im engeren Sinne (M&A, Emissionsgeschäft, Structured Finance) gilt, dass die in der Vergangenheit durchaus übliche Praxis, vor der Veröffentlichung stehende Researchstudien durch die Investmentbankingabteilung zwecks Prüfung auf inhaltliche Korrektheit durchsehen zu lassen, nach aktuellem Verständnis generell nicht mehr zulässig ist. So lassen die Regeln der DVFA und zukünftig der MiFID die Prüfung nur in Ausnahmefällen zu. Als Ausnahmefälle werden dort der Tatsachenabgleich oder die Prüfung auf Interessenkonflikte genannt, wobei die beabsichtigte Empfehlungsaussage, Rating und Kurzziel nicht erkennbar sein dürfen⁸⁶⁵. Die Regeln der NYSE sind ähnlich, gehen aber insofern darüber hinaus, dass sie die Anwesenheit von Mitarbeitern der Rechts- oder Compliance-Abteilung bei Besprechungen von Inhalten einer Researchstudie zwischen Researchmitarbeitern und Mitarbeiter anderer Bankabteilungen verlangen („Chaperoning“)⁸⁶⁶. Sollten E-Mails zwischen Mitarbeitern der Researchabteilung und dritten Abteilungen zum Inhalt von Researchstudien ausgetauscht werden, sind diese ebenfalls an die Rechts- oder Compliance-Abteilung in Kopie zu senden⁸⁶⁷.

⁸⁶³ Siehe dazu auch oben in Teil V5.7

⁸⁶⁴ Siehe Teil III2.4.4 für eine genauere Beschreibung der Interessenkonflikte in diesem Fall

⁸⁶⁵ Vgl. DVFA 2003, Abschnitt III C 2, vgl. auch EU-Kommission 2006a: Artikel 25, Abs. 2 (e)

⁸⁶⁶ Vgl. NYSE Rule 472 (b)(3)(ii)

⁸⁶⁷ Vgl. NYSE Rule 472 (b)(3)(i)

5.10.7 Research für unterschiedliche Kundengruppen

Wie weiter oben bereits ausgeführt, ist es in der Praxis nicht unüblich, dass in Investmentbanken für unterschiedliche Kundengruppen unterschiedliche Researchformate erstellt werden, um den unterschiedlichen Anforderungen der einzelnen Kundengruppen Rechnung zu tragen. Die mit der Verbreitung von Sekundärresearch an nichtinstitutionelle Kunden möglicherweise einhergehende zeitliche Verzögerung kann einen Interessenkonflikt bedeuten. Um Nachteile für nichtinstitutionelle Kunden hinsichtlich der am Markt realisierbaren Kurse der analysierten Werte zu vermeiden, sollte die Zeitspanne der Überarbeitung möglichst gering gehalten werden.

Der ebenfalls oben diskutierte Fall von unterschiedlichen Researchempfehlungsaussagen einer Investmentbank zu ein und demselben Wert, basierend auf unterschiedlichen Analysemethoden und Parametern (z. B. Anlagehorizont), stellt ein Gefahrenpotenzial für die Bank dar. Dies lässt sich nicht durch den Einsatz von Chinese Walls lösen, sondern nur durch Offenlegung der eingesetzten Analysemethoden und zeitlichen Empfehlungshorizonte. Selbst dann birgt ein derartiges Vorgehen aus Haftungs- und Reputationssicht für die Investmentbank erhebliche Risiken.

Teil VI Aktuelle und zukünftige Entwicklungen bei der Researcherstellung außerhalb von Investmentbanken

In den vorangegangenen Teilen dieser Arbeit wurde ausführlich die Rolle der bei Investmentbanken beschäftigten Sell-Side-Analysten unter besonderer Beachtung der möglichen Interessenkonflikte erörtert. In diesem Teil der Arbeit soll der Frage nachgegangen werden, welche Formen und welchen Umfang die Erstellung und Verbreitung von Research außerhalb der Investmentbanken in den letzten Jahren angenommen hat und welche Trends sich für die Zukunft erkennen lassen⁸⁶⁸. Untersucht werden insbesondere:

- (1) der Markt der bankenunabhängigen Anbieter von Research
- (2) die sog. Researchvermittlungsplattformen und
- (3) die Idee des Aktienratings

Abgeschlossen wird dieser Abschnitt mit der Analyse der Zukunftsaussichten von bankenunabhängigen Researchanbietern anhand eines einfachen Modells.

1 Bankenunabhängige Anbieter von Research

1.1 Der gegenwärtige Markt in Deutschland

Insgesamt ist die Anzahl der (Aktien-)Research erstellenden Analysten in Deutschland seit 2000 rückläufig. Laut Untersuchungen des amerikanischen Analystenhauses StarMine verringerte sich in 2004 die Anzahl der Analysten in Deutschland um 14,3 % auf 866 und die Anzahl der Analysehäuser um 6,8 % auf 69⁸⁶⁹.

Für bankenunabhängige Researchanalysten haben sich die Skandale im Zusammenhang mit der Researcherstellung in Investmentbanken dagegen

⁸⁶⁸ Die Entwicklungen bei den sog. Buy-Side-Analysten werden hier nicht weiter untersucht, da diese im eigentlichen Sinne kein Research erstellen und veröffentlichen.

⁸⁶⁹ Vgl. Hoffknecht: „Banken fahren Research drastisch zurück“, in: Handelsblatt, 08.11.2004

als Katalysator erwiesen. Die negative Presse, die verschärften regulatorischen Vorschriften, insbesondere für Investmentbanken, sowie der teilweise Rückzug der Investmentbanken aus der Researchcoverage haben dazu geführt, dass sich die Markteintrittsbarrieren für bankenunabhängige Anbieter von Research verringert haben⁸⁷⁰.

Eine eigene Umfrage bei den Unternehmen des Dax, MDax, SDax und TecDax hinsichtlich der Coverage durch bankenunabhängige und Sell-Side-Analysten in den Jahren 2000 und 2004 bestätigt diesen Trend, wobei insbesondere im Bereich der Mid und Small Caps eine besondere Chance für die bankunabhängigen Häuser bestand und besteht⁸⁷¹. Die Ergebnisse der eigenen Untersuchung sind in der folgenden Tabelle aufgeführt, können aber aufgrund der verhältnismäßig geringen Rücklaufquote lediglich als Trendindikation genutzt werden⁸⁷².

Tabelle 19 – Researchcoverage der Dax-30-, MDax- und SDax- Gesellschaften durch selbstständige und Sell-Side-Analysten

	Durch Sell-Side-Analysten in 2004 gecoverd (in %)	Durch Sell-Side-Analysten in 2000 gecoverd (in %)	Durch bankenunabhängige Analysten in 2004 gecoverd (in %)	Durch bankenunabhängige Analysten in 2000 gecoverd (in %)
Dax 30	100 %	100 %	100 %	100 %
MDax	100 %	75 %	100 %	60 %
SDax	100 %	60 %	100 %	0 %
TecDax	100 %	75 %	75 %	25 %

Quelle: Eigene Umfrage bei allen Dax-30-, MDax-, SDax- und TecDax-Unternehmen im Mai/Juli 2004

Allerdings ist es in der Bundesrepublik schwierig, bankenunabhängige Anbieter von Research ausfindig zu machen. Die BaFin sollte daher prüfen, ob nicht eine allgemein zugängliche Veröffentlichung der einzelnen nach § 34 c WpHG angezeigten Anbieter – die nicht alle als bankenunabhängig einzustufen sind – den Anlegern bei der Suche nach bankenunabhängigem

⁸⁷⁰ Bspw. Schlote*: „Unabhängiges Research schafft Mehrwert“, in: Börsen-Zeitung, 20.05.2005, S. B8. *Klaus Schlote ist Head of Research der Soventis Wertpapierhandelsbank, Frankfurt. Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁸⁷¹ Vgl. u. a. Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁸⁷² Die Prozentangaben der Tabelle basieren auf der Befragung der Investor-Relations-Abteilungen der Unternehmen. Vgl. Anlage 6 zu den Details der Untersuchung

Research helfen würde und so diese Lücke geschlossen werden könnte. Dabei wäre durch die BaFin klarzustellen, dass eine derartige Veröffentlichung keinerlei Aussagen hinsichtlich der Qualität der einzelnen Anbieter darstellt. Anlage 4 zeigt die der BaFin nach § 34 c WpHG angezeigten Finanzanalysten per November 2005.

Die von der EU-Kommission ins Leben gerufene Forum Group kommt in ihrem Bericht⁸⁷³ zu dem Ergebnis, dass bankenunabhängiges Research eine wichtige Quelle für unbeeinflusste Researchstudien darstellt und dass sowohl die Zahl der Anbieter als auch die Abdeckung in den USA und der EU gegenwärtig zunehmen. Allerdings stimmen die Mitglieder der Forum Group in ihrem Report darin überein, dass bankenunabhängiges Research nicht per se eine Garantie für Qualität bietet.

Insgesamt kann also ein deutlich verbessertes Umfeld für die bankenunabhängigen Analysten im Vergleich zur Zeit der New Economy festgestellt werden. Trotz dieser an sich positiven Entwicklung gilt es, noch eine Reihe von größeren Widerständen bei einer weiteren Verbreitung zu überwinden⁸⁷⁴.

So bestand auf Emittentenseite noch im Frühjahr 2004 wenig Bereitschaft, eine regelmäßige Coverage durch bankenunabhängige Analysten zu entgelten. Dies ergab die Befragung der Dax-30-, MDax-, SDax- und TecDax-Unternehmen. Sämtliche befragten Emittenten bis auf einen äußerten sich ablehnend gegenüber der Vorstellung, für eine regelmäßige Coverage zu zahlen⁸⁷⁵. Dieses Ergebnis wird durch eine Studie des Deutschen Investor Relations Kreises (DIRK)⁸⁷⁶ vom Februar 2004 bestätigt. Hier antwortete die Mehrheit der Emittenten (57,5 %), dass bankenunabhängiges Research eine eher geringe Bedeutung für sie habe. Lediglich 13 % der Emittenten haben

⁸⁷³ Forum Group 2003, S. 46

⁸⁷⁴ Vgl. u. a. Kalbhenn, Christopher: „Hartes Brot für Analysten“, in: Börsen-Zeitung, 22.10.2004. Vgl. auch Frank: „Ist bankenunabhängiges Research ein Patentrezept?“, in: Börsen-Zeitung, 20.03.2004. Siehe auch die eigenen Ausführungen zum Thema Unbundling und Soft Commissions in Teil V2.4.2

⁸⁷⁵ Die Aussage basiert auf den Auskünften der Investor-Relations-Abteilungen der Unternehmen. Vgl. Anlage 6 zu den Details der Untersuchung

⁸⁷⁶ www.dirk.org

bereits unabhängiges Research beauftragt und nur 8 % der Unternehmen, die in der Vergangenheit kein bankenunabhängiges Research beauftragt haben, planen, dies in den nächsten 12 Monaten zu tun⁸⁷⁷.

Andererseits gibt es erste Beispiele, die zeigen, dass die Inauftraggebung einer Studie durch den Emittenten zu einer insgesamt verbesserten Coverage führen kann⁸⁷⁸. Auch sind laut DIRK über 50 % der Emittenten der Meinung, dass dem bankenunabhängigen Research in der Zukunft steigende Bedeutung zukommen wird und daher u. a. für kleinere Unternehmen in Frage kommt, deren Marktkapitalisierung für Investmentbanken nicht interessant ist⁸⁷⁹.

Ein weiteres Hemmnis für den zukünftigen Erfolg von bankenunabhängigen Analysten stellt die derzeitige Praktik des Bundling von Dienstleistungen durch die Investmentbanken dar. Auf diesen Aspekt wird unten genauer eingegangen.

1.2 Der gegenwärtige Markt in den USA

Im Gegensatz zu Europa entwickelt sich der Markt für bankenunabhängige Researchanbieter in den USA erheblich dynamischer. So lassen sich in den USA mindestens 75 bankenunabhängige Researchanbieter ausmachen. Die bekanntesten sind Argus Research, Alliance Capital's Sanford Bernstein Unit, Best Independent Research, McGraw-Hill Cos. und Standard & Poor's Equity Research. Eine umfangreiche Übersicht der unabhängigen US-Researchunternehmen bietet die Webseite des Unternehmens InvestorSide⁸⁸⁰.

⁸⁷⁷ Vgl. DIRK, o. A.: DIRK-Stimmungsbarometer-bankenunabhängiges Research, Folie 14 ff., 02/2004, <http://www.dirk.org/sw5794.asp>

⁸⁷⁸ Vgl. Frank: „Ist bankenunabhängiges Research ein Patentrezept?“, in: Börsen-Zeitung, 20.03.2004: „... Am Rande der DIRK-Mitgliederversammlung wurde ein interessantes Phänomen berichtet: Ein Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von ca. 400 Mio. Euro hatte eine Studie in Auftrag gegeben, in deren Folge fünf Banken/Broker wieder die Coverage aufgenommen hätten.“

⁸⁷⁹ Vgl. DIRK, o. A.: DIRK-Stimmungsbarometer-bankenunabhängiges Research, Folie 14 ff., 02/2004, <http://www.dirk.org/sw5794.asp>

⁸⁸⁰ Vgl. www.investorside.org/members/current_members.cfm

Die positive Entwicklung der bankenunabhängigen Anbieter von Research ist in den USA durch die dort am stärksten geänderten regulatorischen Rahmenbedingungen⁸⁸¹ sowie durch die verpflichtende Einschaltung und Finanzierung von unabhängigen Researchanbietern als Ergebnis des Global Settlement⁸⁸² in Höhe von 432,5 Mio. US\$ über fünf Jahre zu erklären⁸⁸³. Mit dem Global Settlement haben sich die beteiligten Investmentbanken verpflichtet, mit mindestens drei Anbietern von „independent, third-party Research“ einen Vertrag einzugehen, der besagt, dass sie ihren Kunden in den USA zu jeder Zeit kostenfreies, unabhängiges Research im Sinne der Vereinbarung zur Verfügung stellen. Diese Verpflichtung besteht im Rahmen des Settlements nur dann, wenn die Investmentbank das Unternehmen selbst mit Aktienresearch abdeckt, es sich um Aufträge von nichtinstitutionellen Kunden und um eine Researchstudie zu US-Aktien handelt. Die Auswahl der unabhängigen Researchanbieter erfolgt unter Einschaltung eines unabhängigen Beraters⁸⁸⁴.

1.3 Die Bedeutung des Bundling für bankenunabhängige Researchanbieter

Die oben angesprochene Praxis des Bundling durch die Investmentbanken erschwert grundsätzlich die Feststellung eines Marktpreises für Researchstudien⁸⁸⁵. Dies hat in der Vergangenheit u. a. verhindert, dass sowohl Investoren als auch Emittenten Informationen in Form von Researchstudien als eigenständige, zu bezahlende Dienstleistung verstanden haben.

Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass Emittenten sich noch heute fragen, warum sie für etwas bezahlen sollen, das sie „kostenlos“ erhalten können. Und in der Tat bezahlen momentan die Investoren mit ihren

⁸⁸¹ Vgl. dazu Schlote*: „Unabhängiges Research schafft Mehrwert“, in: Börsen-Zeitung, 20.05.2005, S. B8. *Klaus Schlote ist Head of Research der Soventis Wertpapierhandelsbank, Frankfurt. Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁸⁸² Vgl. Global Settlement (Addendum A), Abs. III („Independent, Third-Party Research“), S. 15 ff., www.sec.gov/litigation/litreleases/finaljudgadda.pdf

⁸⁸³ Vgl. auch Frank 2004, S. 319 ff.

⁸⁸⁴ Siehe dazu auch oben in Teil V2.2.3

⁸⁸⁵ Vgl. Spatt 2005: Abschnitt 2. B, „The value of information“, S. 4 f.

Kommissionen für die Erstellung von Research⁸⁸⁶. Im Jahr 2000 wurden allein in Großbritannien durch Fondsmanager ca. 2,3 Mrd. Pfund an Kommissionsgebühren an die britischen Wertpapierhäuser (Broker) gezahlt. Laut einer Untersuchung von OXERA⁸⁸⁷ wurden schätzungsweise ca. 500 Mio. Pfund der Gesamtsumme für die Bereitstellung von Research gezahlt, andere Schätzungen gehen sogar von 720 Mio. Pfund aus⁸⁸⁸.

Mit anderen Worten: Research ist keineswegs kostenlos, nur werden die Kosten derzeit indirekt von den Investoren getragen und sind zudem kaum transparent.⁸⁸⁹ Es bleibt abzuwarten, ob u. a. die Forderung der FSA nach Ausweis der Kosten für Research ab 1. Juli 2006 für eine bessere Transparenz am Markt sorgen wird⁸⁹⁰. Zu einem verpflichtenden Unbundling von Research hat sich die FSA nicht entschieden⁸⁹¹.

Auch die Betrachtung der zukünftigen europäischen Regelungsvorhaben, wie z. B. der MiFID, deuten nicht auf einen Zwang zum Unbundling hin, vielmehr wird auf ein angemessenes Konfliktmanagement bzw. die Offenlegung von Interessenkonflikten durch die Investmentbanken gesetzt.

Auf Seiten der institutionellen Investoren hat womöglich ein Umdenken bereits eingesetzt. So bezahlt Fidelity, eine der größten US-Fondsgesellschaften, ab Januar 2006 die Deutsche Bank getrennt und bar für ihr Research, mit weiteren Investmentbanken ist man im Gespräch⁸⁹². Dies könnte durchaus den Anstoß für eine geänderte Marktpraxis geben und damit auch indirekt die Chancen von bankenunabhängigen Analysten weiter erhöhen.

⁸⁸⁶ Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Übliche Vergütungsmodelle“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁸⁸⁷ Vgl. Oxford Economic Research Associates 2003

⁸⁸⁸ Vgl. ebenda, Tabelle in Abschnitt 4.5

⁸⁸⁹ Vgl. Spatt 2005: Abschnitt 2. B, „The value of information“, S. 4 f.

⁸⁹⁰ Es werden momentan Preise von 15.000 Euro bis 20.000 Euro für eine große Studie und drei Quartals-Updates genannt. Vgl. dazu Frank: „Ist bankenunabhängiges Research ein Patentrezept? – Kosten-Nutzen abwägen“, in: Börsen-Zeitung, 20.03.2004

⁸⁹¹ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil V2.4.2. Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Neue regulatorische Trends“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁸⁹² Vgl. u. a. Schreiber: „Fidelity krepelt Researchmarkt um“, in: Financial Times Deutschland, 27.12.2005, S. 19. Laut diesem Artikel ist Fidelity mit weiteren Brokern über die getrennte Bezahlung von Research im Gespräch.

1.4 Qualitätsvergleich zwischen bankenunabhängig und in Investmentbanken erstelltem Research

Sucht man nach empirischen Aussagen über die Qualität bankenunabhängig erstellter Researchstudien im Vergleich zu durch Investmentbanken erstellten Analysen, so wird man derzeit kaum fündig. Ein erster Hinweis findet sich in dem von der EU-Kommission in Auftrag gegebenen Papier der Forum Group, das auf ein besseres Timing der Empfehlungsaussagen der bankenunabhängigen Analysten verweist⁸⁹³.

Jedoch zeigen die meisten aktuellen Studien, dass Analysten grundsätzlich zu überoptimistischen Vorhersagen⁸⁹⁴ neigen. Diese Tatsache wird meist durch einen besonderen Interessenkonflikt der Analysten erklärt. So wird vermutet, dass die Abhängigkeit der Analysten von dem Emittenten bei der Informationsbeschaffung diesen Effekt erklären kann⁸⁹⁵. Es handelt sich dabei also um einen Interessenkonflikt, dem beide Gruppen von Analysten ausgesetzt sind.

Gleichzeitig zeigen andere empirische Untersuchungen, dass es keine signifikanten Unterschiede zwischen der Verzerrtheit und der Genauigkeit der Gewinnprognosen von Analysen der Konsortialmitglieder und der Nichtmitglieder gibt⁸⁹⁶. Dies legt den Schluss nahe, dass es nicht der aus der Konsortialmitgliedschaft entstehende Interessenkonflikt ist, der zu den zu optimistischen Vorhersagen führt.

Mangels klarer empirischer Ergebnisse soll stattdessen die folgende Hypothese hinsichtlich der Qualität der beiden Gruppen von Analysten aufgestellt werden:

Der maximale Prognosefehler von Sell-Side-Analysen, die im Zeitraum des Vorliegens von nichtöffentlichen, erheblich kursrelevanten Informationen

⁸⁹³ Vgl. Forum Group 2003, S. 46: „The group notes that certain published performance statistics from specialist firms indicate frequently better-timed action recommendations from unaffiliated research providers during the recent bull market.“

⁸⁹⁴ Vgl. u. a. Henze 2004, S. 211. Für den deutschen Aktienmarkt wird festgestellt, dass die Gewinnprognosen für den Zeitraum 1993–2002 zu optimistisch waren.

⁸⁹⁵ Vgl. ebenda, S. 22

⁸⁹⁶ Vgl. ebenda

(Insiderinformationen) zu Emittenten erstellt werden, ist im Mittel geringer als der von bankenunabhängig erstellten Analysen. Unter den gleichen Voraussetzungen geben bankunabhängige Analysten, verglichen mit den Prognosen der Sell-Side-Analysen, im Mittel öfter punktgenaue Schätzungen des Ergebnisses ab.

Diese Hypothese wird ausschließlich mit den Informations- und Prozessunterschieden bei der Researcherstellung in Investmentbanken und bei bankenunabhängigen Anbietern begründet und stellt keine Bewertung der analytischen Fähigkeiten der einen oder der anderen Gruppe dar.

Für die Herleitung wird unterstellt, dass die Researcherstellung sowohl bei bankenunabhängigen Researchstellern als auch in Investmentbanken nicht durch Dritte beeinflusst wird und die Interessenkonflikte zwischen dem Analysten und der Researchabteilung in beiden Fällen gleich gelagert sind. Der einzige Unterschied sei die Durchführung des Research-Clearing-Prozesses bei den Investmentbanken vor Veröffentlichung einer Studie.

Wie oben in Teil IV4.7.2 beschrieben, werden im Researchclearing Studien, die den im Hause vorhandenen Insiderinformationen zu einem Unternehmen wesentlich widersprechen, i. d. R. nicht freigegeben bzw. die „falschen“ Passagen eliminiert, um zukünftigen Vorwürfen der Fehlinformation oder Marktmanipulation zuvorzukommen. Im Ergebnis sollten bei Vorliegen von nichtveröffentlichten, erheblich kursrelevanten Informationen (Insiderinformationen) zu einem analysierten Emittenten ceteris paribus die Sell-Side-Studien im Mittel seltener „sehr weit“ danebenliegen als Studien unabhängiger Anbieter. Dieser Trend sollte umso stärker sein, je mehr eine Investmentbank über nichtöffentliche Informationen zu Emittenten verfügt.

Sollte umgekehrt ein Sell-Side-Analyst mit seiner Prognose einer der Bank vorliegenden Insiderinformation zu einem betreuten Unternehmen sehr nahe kommen, würde die Analyse u. U. im Rahmen des Researchclearing ebenfalls gestoppt werden, um auch nur den Anschein der Ausnutzung von Insiderinformationen zu vermeiden, was theoretisch zu einer größeren

Häufigkeit punktgenauer Prognosen bei den bankenunabhängigen Analysten führen sollte⁸⁹⁷.

Eine empirische Überprüfung der Hypothese ist dem Autor derzeit nicht bekannt geworden, könnte jedoch statistisch anhand der Watch-List-Meldungen entwickelt werden.

2 Researchvermittlungsplattformen

2.1 Bestandsaufnahme

Die Idee von Researchvermittlungsplattformen bietet einen interessanten neuen Ansatz für die Verbreitung von Research. So plante der deutsche Analystenverband DVFA, in Reaktion auf die Redimensionierung der Researchabteilungen der Investmentbanken in Deutschland und damit der großen Anzahl frei gewordener Analysten seit April 2003 eine Internetplattform zur Verfügung zu stellen. Ziel sollte es sein, selbstständige und damit bankunabhängige Researchanalysten mit interessierten börsennotierten Gesellschaften zusammenzubringen. Sollte sich das Modell bewähren, war eine Ausweitung des Angebots für die Mitglieder des europäischen Dachverbands der DVFA, der EFFAS⁸⁹⁸, geplant. Bis zum Abschluss dieser Arbeit ist es allerdings zu keiner Umsetzung gekommen. Diese ist nach Auskunft der DVFA aufgrund der fehlenden Nachfrage auch nicht mehr geplant⁸⁹⁹. Nichtsdestotrotz sollen die Überlegungen der DVFA zu einer Researchvermittlungsplattform hier vorgestellt werden.

Das DVFA-Modell war als Vermittlungsmodell konzipiert⁹⁰⁰. Dies bedeutet, dass über eine entsprechende Internetplattform Anbieter von Research mit potenziellen Researchabnehmern zusammengeführt werden. Ein Vertragsabschluss über die Erstellung einer Researchstudie sollte außerhalb der Plattform direkt zwischen dem Anbieter und dem Interessenten zustande

⁸⁹⁷ Siehe dazu auch oben in Teil IV4.7.2.2

⁸⁹⁸ European Federation of Financial Analysts Societies, www.effas.com

⁸⁹⁹ Auskunft der DVFA vom 30.11.2005

⁹⁰⁰ Vgl. DVFA, Pressemitteilung: „Akkreditierung für DVFA-Research-Markt hat begonnen“, 24.07.2003, www.DVFA.de/presse/presse/pm_20030724.htm

kommen. Sowohl die Anbieter als auch die Interessenten sollten eine fixe Gebühr p. a. für den Zugang zur Plattform (250 Euro bzw. 4.000 Euro p. a.) zahlen, die Preise für die Erstellung von Research sollten zwischen den beiden Parteien separat vereinbart werden. Das Modell sah eine ausführliche Suchfunktion nach Analysten mit unterschiedlichen Branchen-, Sprach- und Regionalkenntnissen vor. Zusätzlich sollte auch nach den betreuten Unternehmen gesucht werden können. Bei Interesse wollte die DVFA den Kontakt zwischen dem Interessenten und dem Analysten herstellen. Ferner war vorgesehen, die Qualität der Anbieter und der Nachfrager zu bewerten und die Ergebnisse zu veröffentlichen.

Als Anbieter auf der Plattform wurden bankenunabhängige und von Banken angestellte DVFA-Finanzanalysten oder Analysten vergleichbarer internationaler Analystenverbände gesehen, sofern sie die fachlichen und persönlichen Akkreditierungskriterien erfüllen würden („Analysten-TÜV“). Dazu sollte mittels einer Scorecard und anhand der Angaben über den fachlichen Werdegang, Zeugnisse sowie Qualifikations- und Fortbildungsnachweise ein Punkteergebnis ermittelt werden. Läge dieses Ergebnis über der erforderlichen Mindestpunktzahl, hätte ein Akkreditierungsgremium über die Zulassung der Analysten zur Plattform entschieden. Die Zulassung sollte für zwei Jahre gültig sein und kann bei Fehlverhalten widerrufen werden. Grundsätzlich sollten sich die Anbieter verpflichten, den gültigen DVFA-Researchstandards⁹⁰¹ zu folgen. Akkreditierte Analysten hätten ihr Profil in die Vermittlungsplattform einstellen und auf Aufträge hoffen können. Als Interessenten wurden durch die DVFA vor allem börsennotierte Unternehmen, Banken sowie institutionelle Investoren gesehen.

Andere Analystenverbände wie die CFA (ehem. AMIR, in Deutschland vertreten durch die GAIP⁹⁰²) haben noch zu Hochzeiten der New-Economy-Euphorie Internet-Job-Börsen ins Leben gerufen⁹⁰³, deren Aufgabe in der

⁹⁰¹ Vgl. DVFA 2004

⁹⁰² German Association of Investment Professionals, www.gaip.de

⁹⁰³ Vgl. AIMR, Pressemitteilung: „AIMR launches interactive, global job-search service for investment industry“, 16.05.2000, www.aimr.com/pressroom/00releases/00jobline.html

Vermittlung von Analystenarbeitsverhältnissen bestand und nicht in der Vermittlung einzelner Researchstudien.

Mit InvestorSide⁹⁰⁴ hat sich in den USA neben den Analystenverbänden eine Vereinigung unabhängiger US-amerikanischer Analysten etabliert, die in 2004 bereits über 75 Mitglieder, d. h. unabhängige researcherstellende Firmen, hatte. Dabei werden unabhängige Researchanbieter als Anbieter definiert, die neben der Researcherstellung keine Investmentbanking-, Consulting- oder Personalvermittlungsdienstleistungen erbringen.

InvestorSide bietet seinen Mitgliedern drei Services an:

- (1) Zertifizierung der Mitglieder hinsichtlich nicht bestehender Interessenkonflikte in den Bereichen Investmentbanking-, Consulting- oder Personalvermittlungs-Services
- (2) Unterstützung der Entwicklung von unabhängigem Research durch die Webseite www.investorside.org, die Organisation von Konferenzen sowie durch Kommunikation und Vermarktung der Teilnehmerfirmen an institutionelle und private Investoren
- (3) Förderung von Gesetzesvorhaben, die die Nutzung von unabhängigem Research unterstützen, z. B. durch die Veröffentlichung von Stellungnahmen zu neuen Regulierungsvorhaben

Gleichzeitig können Researchinteressenten über die Webseite abfragen, welche Aktien durch welche Anbieter abgedeckt werden. Eine Vermittlung erfolgt allerdings nicht, d. h., es bleibt dem Interessenten überlassen, sich unmittelbar an die Researchersteller zwecks Researcherstellung und Konditionen zu wenden. U. a. aufgrund der fehlenden Preisfunktion kann bei InvestorSide noch nicht von einem Marktplatz für Research die Rede sein.

Mit Yahoo.Finance (US-Version) existiert ein weiterer Anbieter, der einem Researchmarkt bereits sehr nahe kommt. Hier besteht für Privatanleger die

⁹⁰⁴ Vgl. www.investorside.org

Möglichkeit, Studien zu einzelnen Aktien zu kaufen⁹⁰⁵. Über die Plattform bieten mehr als 2.000 bankenunabhängige, aber auch Sell-Side-Analysten ihre Studien an. Die Studien beziehen sich mehrheitlich auf US-Unternehmen, es werden aber auch deutsche Werte gecovert, z. B. Krones AG. Die Preise für die Studien sind fix von den Anbietern vorgegeben und bewegen sich von 10 Dollar bis zu mehreren hundert Dollar. Eine gekaufte Studie wird dem Anleger für 24 Stunden online zugänglich gemacht und kann ausgedruckt werden, die Bezahlung erfolgt mittels Kreditkarte. Der Anleger hat vor seiner Kaufentscheidung die Möglichkeit, sich anhand der Bewertung von StarMine⁹⁰⁶ ein Bild über die Qualität des Analysten zu verschaffen. Für viele Analysten gibt es allerdings noch keine StarMine-Bewertungen.

2.2 Vermittlungsplattformen als Vorläufer von Researchmarktplätzen

Es stellt sich die Frage, ob die Researchvermittlungsplattformen das Potenzial haben, sich zukünftig zu funktionierenden Researchmarktplätzen weiterzuentwickeln. Unter einem Researchmarktplatz wird dabei eine Plattform verstanden, auf der Researchstudien und ähnliche Produkte über Angebot und Nachfrage den Besitzer wechseln und die Abschlüsse nachvollziehbar über die Plattform erfolgen und preislich ausgezeichnet werden.

In der Praxis existiert bereits eine Vielzahl von elektronischen Marktplätzen in mehr oder weniger standardisierten Gütern. Als Beispiele seien hier die elektronischen Börsen, elektronische Auktionsmärkte wie z. B. eBay⁹⁰⁷ oder elektronische (Festpreis-)Märkte wie z. B. Amazon⁹⁰⁸ genannt. Diese zeichnen sich durch gemeinsame Erfolgsfaktoren aus, die u. U. auch für die Ableitung von Erfolgsfaktoren für einen Researchmarktplatz nützlich sein können. Bei den oben vorgestellten Vermittlungsplattformen der DVFA, von

⁹⁰⁵ Der Zugriff auf die Researchreports kann u. a. über <http://screen.yahoo.com/reports.html> erfolgen.

⁹⁰⁶ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil V5.9.3

⁹⁰⁷ Vgl. www.ebay.de

⁹⁰⁸ Vgl. www.amazon.de

InvestorSide und Yahoo.Finance sind bereits einige dieser Merkmale anzutreffen, allerdings gilt es, diese weiter zu kombinieren und auszubauen.

Die folgenden Punkte sind m. E. erforderlich, um die Researchvermittlungsplattformen zu akzeptierten und funktionierenden Marktplattformen weiterzuentwickeln:

- (1) Zusammenführung des Angebots und der Nachfrage von Research auf ein und derselben Plattform

Bei den Plattformen der DVFA und von InvestorSide ist derzeit lediglich eine Nachfragefunktion geplant bzw. vorhanden, d. h., es ist nicht vorgesehen, aktiv Researchstudien zu einzelnen Werten in der Plattform anzubieten. In beiden Fällen kommt der Auftrag, Research zu erstellen bzw. zu liefern, außerhalb der Plattform direkt zwischen dem Anbieter und den Interessenten zustande. Bei Yahoo.Finance findet der Kauf dagegen unmittelbar über die Plattform statt.

Trotz der Tatsache, dass es sich bei Researchberichten nicht um vollkommen standardisierte Produkte handelt, wäre es für die Tiefe (Liquidität) und Breite eines Researchmarktes wünschenswert, die bilateralen Angebots- und Nachfragezusammenführungen auf eine zentrale Plattform (Researchmarkt) zu verlagern. Dies könnte geschehen, indem die Anbieter ihre Angebote zu aktuellen Studien, kategorisiert nach Art der Studie (z. B. Newsnote, Studie zu Einzeltitel, Branchenstudie etc.)⁹⁰⁹ und den untersuchten Werten, in die Plattform einstellen. Auf der anderen Seite könnten Interessenten ihren Bedarf an Research – basierend auf der gleichen Kategorisierung – mit einer Preisvorstellung in die Plattform einstellen. Ein Abschluss könnte dann zwar immer noch bilateral erfolgen, jedoch unter Mitteilung der relevanten Informationen in der Plattform.

⁹⁰⁹ Die Beispielskategorien sind an die Kategorien der DVFA-Standards für Researchberichte angelehnt, vgl. DVFA 2004

Vorstellbar wäre auch eine Preisermittlung im Auktionsverfahren, wie sie bereits in einer Reihe von Internetauktionen erfolgt. Hierzu bietet sich beispielsweise das durch eBay genutzte Vickrey-Auktionsverfahren⁹¹⁰ an. Das Verfahren und erste Erfahrungen hinsichtlich des Bieterverhaltens beschreibt Quitzau⁹¹¹ übersichtsartig. Hax schildert grundsätzlich die verschiedenen Preismechanismen beim Informationsverkauf unter Berücksichtigung unterschiedlicher Rahmenbedingungen⁹¹².

(2) Zulassungskriterien und Überwachung

Zur Sicherung der Qualität der Anbieter von Researchstudien sollten formale Mindeststandards in Form von Zulassungskriterien für die Anbieter festgelegt werden. Dies war auf der Ebene des einzelnen Analysten bei der DVFA-Plattform in Form eines persönlichen Scorecard-Tests und der Anerkennung der DVFA-Regelwerke vorgesehen. InvestorSide fordert lediglich, dass die Mitgliederrfirmen die Unabhängigkeitskriterien erfüllen und den „Code of Ethics“ von InvestorSide beachten. Die Zulassungskriterien für Yahoo.Finance konnten nicht ermittelt werden.

Es gilt sicherzustellen, dass die anerkannten Regeln permanent eingehalten werden. Dies sollte durch Vertreter der Plattform überwacht und ggf. zertifiziert werden. Dabei sind, ähnlich wie bei Ratingagenturen, Besuche vor Ort bei den Anbietern vorstellbar. Zuwiderhandlungen sollten durch die Plattform entsprechend sanktioniert werden.

(3) Schaffung von Preistransparenz im Markt

Bei der DVFA und InvestorSide erfolgt die Preisfestsetzung für eine Studie außerhalb der Plattform, und es ist wohl auch nicht vorgesehen, die Preise und Studien zu veröffentlichen. Im Sinne der Etablierung eines transparenten und funktionierenden Researchmarktes wäre es jedoch wünschenswert, die auf obige Art und Weise zustande gekommenen Preise umgehend zu

⁹¹⁰ Vgl. Vickrey 1961, S. 8-37

⁹¹¹ Vgl. Quitzau 2004

veröffentlichen. Yahoo.Finance geht bereits einen Schritt weiter. Hier werden, wie oben beschrieben, Studien zu allgemein zugänglichen Festpreisen angeboten und können auch direkt über die Plattform erworben werden.

(4) Schaffung von Produkttransparenz

Um Dritten eine Möglichkeit zu bieten, den Preis der Researchstudie zu beurteilen, sollten „gehandelte“ Studien mit zeitlicher Verzögerung in der Plattform offen gelegt werden. Die Verzögerung der Offenlegung kann so gewählt werden, dass dadurch die Eigentumsrechte des Käufers nicht beeinträchtigt werden. Vorstellbar wäre eine je nach Kategorie abgestufte Verzögerung, z. B. einen Tag bei einer Newsnote, eine Woche bei einer Researchstudie und einen Monat bei einem Branchenbericht.

Zusätzlich sollten die Formvorschriften und Mindestinhaltsangaben für Researchstudien, wie es bereits einige Aufsichtsbehörden in der einen oder anderen Form fordern (siehe dazu u. a. Teil V2.5.9), weiter standardisiert werden. Es wäre daher für eine erfolgreiche Plattform erforderlich, eine einheitliche Form (inkl. Inhaltsangaben) für die verschiedenen Researchkategorien zu definieren, um so zu einem vergleichbaren und damit zu einem fungibleren Produkt zu kommen, was letztlich dem Researchabnehmer die Vergleichbarkeit von Berichten verschiedener Analysten ermöglicht. Als eine mögliche Standardisierung seien hier die DVFA-Standards für Researchberichte genannt.

Yahoo.Finance gestattet den potenziellen Käufern unmittelbar online einen eingeschränkten Einblick in die angebotene Studie. Dies ermöglicht es dem Interessenten, vor der Kaufentscheidung Informationen über das Layout und den Stil des Anbieters zu erhalten. Zudem wird für jede Studie der Umfang in Form der Seitenzahl ausgewiesen.

⁹¹² Vgl. Hax 1998, S. 69 ff.

(5) Unabhängige Bewertung der Researchempfehlungen

Die Qualität der veröffentlichten Studien sollte mittels eines nachvollziehbaren und allgemein anerkannten Bewertungsverfahrens gemessen werden. Die Ergebnisse sollten in der Plattform auf Basis einer Zeitachse (z. B. wöchentliche Bewertung) mit den Researchberichten zusammen veröffentlicht werden. Beispiele für derartige Bewertungsverfahren wurden in Teil V5.9.3 genannt. Zusätzlich wären gegenseitige qualitative Bewertungen der Vertragsparteien hinsichtlich der Einschätzung der Qualität des Analysten bzw. des Käufers in Form von verbalen und skalierten Einschätzungen – wie auf anderen elektronischen Marktplätzen üblich – vorstellbar. Dies war bei der DVFA-Plattform vorgesehen. Mittels dieser Maßnahme könnten die Informationsasymmetrien hinsichtlich der Qualität des Analysten zwischen den potenziellen Käufern und dem Analysten erheblich verringert werden.

Yahoo.Finance bietet für einige Analysten bereits eine unabhängige Einschätzung der Analystenqualität durch den Einsatz des von StarMine entwickelten Bewertungsverfahrens.

Somit erfüllt Yahoo.Finance bereits drei der oben genannten fünf Kriterien. Lediglich der zweite und vierte Punkt sind dort nicht umgesetzt, da es weder eine erkennbare Prüfung der Anbieter durch Yahoo noch ein einheitliches Format für die Studien gibt.

3 Aktienrating

3.1 Bestandsaufnahme

Eine andere interessante Entwicklung war die Ankündigung⁹¹³ des Deutschen Aktieninstitutes (DAI) im Jahr 2003, eine wichtige Rolle bei der Gründung und Organisation einer unabhängigen Aktienratingagentur, genannt „EquiRate“, spielen zu wollen.

Erklärtes Ziel der Ratingagentur sollte es sein, aufgrund von transparenten Bewertungsverfahren leicht verständliche und vergleichbare Qualitätsaussagen für die Aktien der untersuchten Gesellschaften zu treffen und damit das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt zurückzugewinnen⁹¹⁴. Dazu war vorgesehen, Qualitätsaussagen zu europäischen Aktien in Form von Ratingklassen, wie sie auch im Bereich des Anleihe-, Fonds- und Fondsgesellschaftenrating genutzt werden, zu treffen. Das Rating sollte keine Kurs- und/oder Empfehlungsaussage enthalten. Als Bewertungsfaktoren sollten die Ertrags- und Finanzkraft, das Risikopotenzial, das Beteiligungs- und Produktportfolio, die Qualität des Managements sowie das Engagement im Bereich Forschung und Entwicklung genutzt werden.

Die Initiatoren des Aktienrating sahen sich selbst nicht in Konkurrenz zu den Wertpapieranalysten, vielmehr wurde eine Positionierung als viertes Element zusätzlich zu den nichtöffentlichen Berichten der Wirtschaftsprüfer sowie den Berichten der Buy- und Sell-Side-Analysten angestrebt. So liegt der Schwerpunkt der Arbeit der Ratingagenturen im Anleihebereich in der Auswertung von nichtöffentlichen Unternehmensdaten mit dem Ziel, die Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmensanleihen vorherzusagen. Allein die Bewertungsergebnisse, d. h. die Anleiheratings, stehen den Investoren für ihre Investitionsentscheidung zur Verfügung. Diese bestimmen dann die fundamentalen Fremdkapitalfinanzierungskosten des untersuchten Emittenten. Über das Rating hinausgehende nichtöffentliche Unternehmensinformationen werden durch die Ratingagenturen nicht veröffentlicht. Dies ist weiterhin das Aufgabenfeld der Analysten, die, basierend auf öffentlich zugänglichen Informationen, ihre Empfehlungen und Kursziele formulieren. Da die Ratingagenturen ihre Bewertungsaussagen aufgrund von nichtöffentlichen, ggf. kursrelevanten Informationen treffen, sind sie im Rahmen der insiderrechtlichen Bestimmungen von vornherein von der Abgabe von Empfehlungen ausgeschlossen. Ein ähnlicher Ansatz wäre für den Bereich des Aktienrating allerdings nur schwer vorstellbar.

⁹¹³ Vgl. Rosen 2003

Die Finanzierungsmechanismen der etablierten Ratingagenturen, d. h. die Finanzierung der Ratings durch die Unternehmen, stellen aus Sicht der möglichen Interessenkonflikte eine durchaus vertretbare Alternative dar. Die Frage der Unabhängigkeit der Agenturen wird hier über die mit der Oligopolstellung verbundene Marktmacht der Agenturen gelöst.

Mit der Gründung der Ratingagentur „EquiRate“ durch das DAI ist m. E. nicht mehr zu rechnen, da insbesondere die vorgesehene Finanzierung über die Emittenten Schwierigkeiten bereiten dürfte⁹¹⁵. Hier ist eine ähnliche Zurückhaltung der Emittenten wie gegenüber bezahltem Aktienresearch zu vermuten.

3.2 Die Erfolgsaussichten eines Aktienrating

Will man die Zukunftsaussichten eines Aktienrating vorhersagen, lohnt es sich, zunächst einmal einen vergleichenden Blick auf das etablierte Anleiherating und die erfolgreichen Anbieter in diesem Markt zu werfen. U. U. lassen sich kritische Erfolgsfaktoren identifizieren, mittels derer Rückschlüsse auf das Aktienrating möglich werden. Eine detaillierte Beschreibung der Arbeitsweise der Ratingagenturen bietet das „Handbuch Rating“, herausgegeben von H. E. Büschgen und O. Everling⁹¹⁶.

Die zwei wesentlichen Erfolgsfaktoren des Anleiherating – wobei der erste Faktor notwendig ist für die Entstehung des zweiten – sind m. E. die folgenden:

(1) Die Verfügbarkeit statistischer Daten

Das System der Ratingvergabe basiert auf der Auswertung und Bewertung von Unternehmensdaten mit dem Ziel, die Ausfallwahrscheinlichkeit der Unternehmensanleihen eines Unternehmens vorherzusagen. Da aus den

⁹¹⁴ Vgl. u. a. Neisse, T.: „Aktienrating als neue Qualität am Finanzmarkt“, in: Börsen-Zeitung, 01.08.2003

⁹¹⁵ Laut Auskunft des DAI vom 30.11.2005 ist eine Finanzierung noch nicht zustande gekommen.

⁹¹⁶ Vgl. Büschgen / Everling (Hrsg.) 1996

Unternehmensdaten selbst keine Ausfallwahrscheinlichkeiten der Zahlungsverpflichtungen abgeleitet werden können, wird unter Zuhilfenahme der gesammelten Erfahrungswerte der Vergangenheit (statistisches Datenmaterial) über die Ausfallwahrscheinlichkeiten vergleichbarer Emittenten eine Einstufung in eine der unterschiedlichen Ratingklassen vorgenommen. Jede Ratingklasse besitzt die für sie statistisch ermittelte Ausfallwahrscheinlichkeit.

(2) Die Oligopolstellung der weltweit operierenden Ratingagenturen

Die Oligopolstellung der drei Agenturen Standard & Poor's, Moodys und Fitch trägt wesentlich zum Erfolg des Anleiherating bei. Dies liegt an der Tatsache, dass lediglich bei einem Oligopol oder einem Monopol der Raterstellung die Emittenten Bereitschaft zeigen werden, für ein Rating einen angebotsseitig bestimmten Preis zu zahlen. Diese Bereitschaft resultiert daher, dass die (Fremdkapital-)Finanzierungskosten der Emittenten unmittelbar von den erhaltenen Ratings abhängen und bereits das Fehlen eines, zweier oder aller drei Ratings einen negativen Einfluss auf die Finanzierungskosten haben kann. Andererseits garantiert der im Oligopol i. d. R. angebotsseitig getriebene Preis den Ratingagenturen die notwendige Unabhängigkeit und trägt somit über die Qualität der Ratingaussagen zum Erfolg des gesamten Systems bei.

Wollte ein Aktienrating einen analogen Ansatz zum Anleiherating verfolgen, d. h. die statistische Insolvenzwahrscheinlichkeit des Emittenten als Maßstab für die Einstufung in unterschiedliche Equity-Ratingklassen nutzen, dann könnte in der Verfügbarkeit von statistischem Datenmaterial ein Engpass liegen. Zusätzlich dürfte sich die unterschiedliche rechtliche und wirtschaftliche Ausstattung von Fremdkapital in Form von Unternehmensanleihen einerseits und von Eigenkapital andererseits als Hindernis für das Verständnis und somit auch für die Akzeptanz von Aktienratings am Markt erweisen. Mit einer Unternehmensanleihe sind regelmäßig fixe bekannte Zahlungsströme verbunden, deren Eintrittswahrscheinlichkeit sich mittels des Rating ermitteln lässt. Die mit dem Eigenkapital verbundenen Zahlungsströme und

Wertzuwächse sind naturgemäß nicht fixiert und lassen sich somit auch nicht ohne Weiteres durch das Aktienrating bewerten.

Bei den Anleihen dienen Renditeaufschläge („Spread“) von Anleihen mit schlechterem Rating im Vergleich zu Anleihen mit besserem Rating als Ausgleich für das höhere Ausfallrisiko. Sucht man bei Aktien nach einer vergleichbaren Kennzahl, so scheidet der Aktienkurs von vornherein aus, da er keinen Vergleichsmaßstab zu anderen Aktien liefert. Es bleiben Kennzahlen wie z. B. die Eigenkapitalrendite oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis als mögliche Kandidaten.

Insgesamt besteht für eine erfolgreiche Etablierung von Aktienratings u. a. ein erheblicher Aufklärungsbedarf bezüglich der Frage, was letztlich ein Aktienrating für den Investor bedeutet und worin die Aussagekraft liegt. Die Zukunftschancen sind daher m. E. als eher gering zu beurteilen⁹¹⁷. Auf die Frage, für wie bedeutend Emittenten die Einführung eines Aktienrating halten, antworteten die im Dax30, MDax, SDax und TecDax geführten Gesellschaften zurückhaltend. Die Ergebnisse der Umfrage sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst⁹¹⁸.

Tabelle 20 – Emittentenhaltung zum Aktienrating-Vorhaben des DAI

	Sehr wichtig	Wichtig	Relevant	Indifferent	Nebensächlich	Irrelevant	Unbekannt
Antworten aller Gesellschaften in % aller Antworten	3,5 %	10 %	3,5 %	28 %	35 %	10 %	10 %

Quelle: Eigene Auswertung, basierend auf einer Befragung aller Dax-30-, MDax-, SDax- und TecDax-Unternehmen im Mai /Juli 2004

⁹¹⁷ Vgl. Döring, Claus: „Ein Aktienrating schafft nur neue Enttäuschungen“, in: Börsen-Zeitung, 26.07.2003

⁹¹⁸ Die Prozentangaben der Tabelle basieren auf der Befragung der Investor-Relations-Abteilungen der Unternehmen. Vgl. Anlage 6 zu den Details der Untersuchung

4 Zukünftige Erfolgsaussichten für unabhängige Finanzanalysten

In diesem Abschnitt wird versucht, mittels eines Modells die zukünftige Form der Erstellung von Research in Abhängigkeit von den wesentlichen Einflussfaktoren zu prognostizieren. Anhand des Modells soll analysiert werden, wie unterschiedliche Ausprägungen der Rahmenbedingungen zu unterschiedlichen Zukunftsszenarien führen.

Die zukünftige Form der Erstellung und Verbreitung von Researchstudien sowie die zukünftige Rolle der Finanzanalysten dürften wesentlich von der tatsächlichen Ausprägung dreier maßgeblicher Einflussfaktoren abhängen:

(1) Regulatorische Rahmenbedingungen

Hier gilt es zu prognostizieren, ob sich die seit 2001 herausbildenden regulatorischen Vorschriften für die Erstellung und Verbreitung von Research, insbesondere in Investmentbanken, in Zukunft weiter wesentlich verändern werden oder nicht. Der gegenwärtige Zustand ist dadurch gekennzeichnet, dass die Erstellung von Research in Investmentbanken, unter Auflagen bezüglich der Offenlegung von Interessenkonflikten und der Einhaltung von Organisations- und Verhaltensstandards, weiterhin möglich ist. Weitere Facetten der Einflussfaktoren zeichnen sich jedoch bereits ab. Dies sind die im Rahmen des Global Settlement vereinbarte zwangsweise Zurverfügungstellung und damit Subventionierung von unabhängigen Researchanbietern⁹¹⁹ sowie die „Unbundling“-Vorgaben der FSA⁹²⁰. Führt man diesen Gedanken fort, dann erscheint als eine mögliche extreme Ausprägung dieses Einflussfaktors die regulatorisch erzwungene vollständige Separierung von Banken und Research, ggf. ergänzt um eine Anschubfinanzierung zur Aufbrechung des Quasibankenmonopols, denkbar.

⁹¹⁹ Siehe dazu auch oben in Teil V2.2.3

⁹²⁰ Siehe dazu auch oben in Teil V2.4.2

(2) Positionierung der Investmentbanken

Eine andere Vorhersage ist hinsichtlich der Frage zu treffen, ob die Investmentbanken als die etablierten und dominierenden Ersteller von Research die Researcherstellung weiterhin als eine ihrer Kernkompetenzen betrachten oder aber aufgrund der regulatorischen Anforderungen, der Reputationsrisiken sowie des steigenden Kostendrucks sich von dieser Idee verabschieden und Research zukünftig fremdbeziehen.

Für den Fremdbezug wären zwei Alternativen vorstellbar. Erstens: die Ausweitung des bereits betriebenen Outsourcing von Teilen der Researchaktivitäten⁹²¹ hin zu einem kompletten Outsourcing der Researcherstellung⁹²². Oder zweitens: Bezug des Research von anderen unabhängigen Erstellern. Natürlich wäre neben dem Fremdbezug auch der vollständige Verzicht darauf, Research zu verteilen, vorstellbar, soll hier aber nicht als mögliche Ausprägung des Einflussfaktors „Positionierung der Investmentbanken“ aufgegriffen werden.

(3) Akzeptanz von bezahltem Research

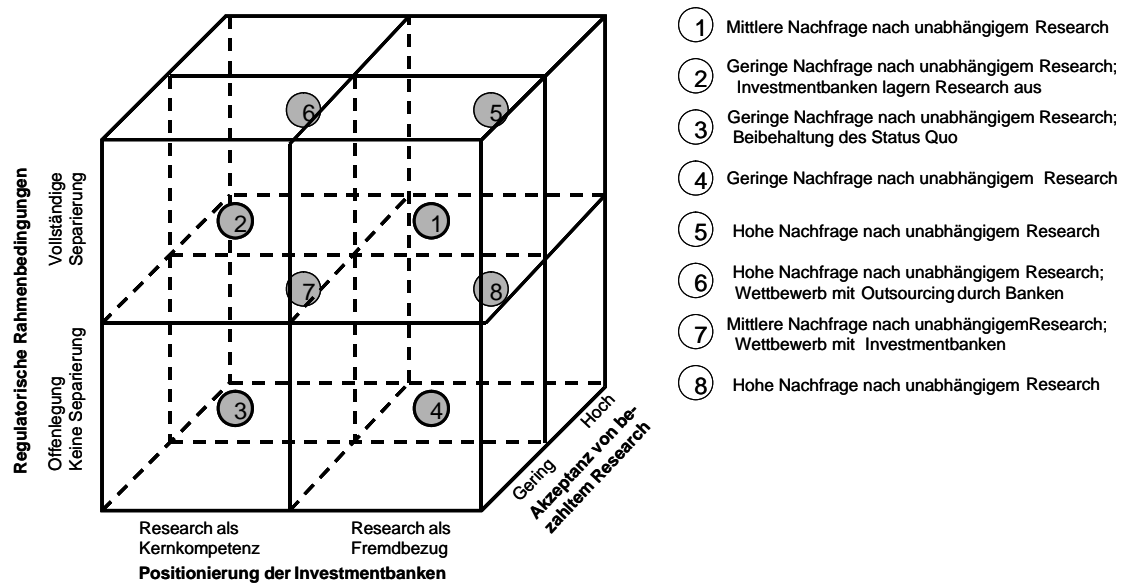
Die Bereitschaft der Investoren und ggf. der Emittenten, für die Erstellung von Researchstudien einen angemessenen Preis zu zahlen, wird von entscheidender Bedeutung für die zukünftige Gestalt des Researchmarktes sein. Ökonomisch betrachtet, sollte sich die Differenz zwischen den Finanzierungskosten mit und ohne Researchcoverage eignen, um für die Emittenten zu entscheiden, welcher Preis für die regelmäßige Researchcoverage angemessen erscheint. Für die Investoren würde ein Fehlen von Sell-Side-Research u. U. zunächst nicht zu relativen Minderrenditen führen. Da sich jedoch insgesamt die Informationseffizienz des Marktes verschlechtern würde, wäre sicherlich mit einer zunehmenden Volatilität und ggf. auch mit geringeren absoluten Renditen zu rechnen.

⁹²¹ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil V3.4

⁹²² Vgl. auch Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Weg des Outsourcing“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

Reduziert man die möglichen Ausprägungen der drei Einflussfaktoren auf zwei grundsätzliche Zustände, kommen insgesamt acht mögliche Szenarien für die zukünftige Form der Researcherstellung und -verbreitung in Frage. Dies ist in der folgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 25 – Zukunftsszenarien für die Researcherstellung



Quelle: Eigene Darstellung

Will man zu einer quantitativen Bewertung der Zukunftsaussichten der einzelnen Szenarien kommen, kann dies anhand einer Schätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit der möglichen Faktorenausprägungen erfolgen.

Mangels empirischer Daten enthält die folgende Tabelle geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeiten für die mittelfristige Entwicklung (Fünf-Jahres-Horizont) in der EU inklusive einer kurzen Plausibilisierung der Einschätzung. Es wird dabei unterstellt, dass es wie in der obigen Abbildung nur jeweils zwei Zustandsausprägungen gibt und dass deren Eintrittswahrscheinlichkeit entweder hoch (75 %), mittel (50 %) oder gering (25 %) ist.

Tabelle 21 – Eintrittswahrscheinlichkeiten der das Research beeinflussenden Faktoren

Einflussfaktor	Ausprägung	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit	Begründung
Regulatorische Rahmenbedingungen	Offenlegung, keine Separierung	Hoch (75 %)	Derzeit fehlt es an der notwendigen empirischen Evidenz, dass unabhängiges Research einen Informationseffizienzvorteil gegenüber durch Investmentbanken erstelltem Research bietet. Dieser Nachweis wäre wohl erforderlich, um eine staatliche Intervention in Form einer zwangsweisen vollständigen Separierung tatsächlich zu rechtfertigen. Mit den beschlossenen Verhaltensstandards und den Offenlegungspflichten scheint ein Regelungsgefüge gefunden worden zu sein, das die wichtigsten Interessenkonflikte zufrieden stellend behandelt.
	Vollständige Separierung	Gering (25 %)	Sollte es zu weiteren Skandalen, ausgelöst durch Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Research, kommen oder sich die „Feldversuche“ mit unabhängigem Research im Rahmen des Global Settlement bewähren, ist eine regulatorisch verordnete Separierung nicht auszuschließen.
Positionierung der Investmentbanken	Research als Kernkompetenz	Mittel (50 %)	Gegenwärtig sehen die meisten Investmentbanken die Erstellung von Research als eine ihrer Kernkompetenzen, da gutes Research sie als kompetente Intermediäre im Bereich des Handels erscheinen lässt und Kunden eine gute Unternehmens- und Branchenkenntnis von „ihrer“ Bank erwarten.
	Research im Fremdbezug	Mittel (50 %)	Der aktuelle Outsourcing-Trend der Investmentbanken aufgrund des steigenden Kostendrucks wird sich fortsetzen. U. U. wird bei einigen Investmentbanken dabei die Schwelle erreicht, sich für eine komplette Fremderstellung von Research durch Spezialisten zu entschließen. Wobei es als wahrscheinlich erscheint, dass die Outsourcing-Partner aufgrund der bestehenden Zusammenarbeit diese Rolle übernehmen und nicht andere unabhängige Anbieter.
Akzeptanz von separat bezahltem Research	Gering	Mittel (75 %)	Die eigene Untersuchung (vgl. dazu Anlage 6, sowie die Ausführungen oben in Abschnitt 1 deuten derzeit auf eine erhebliche Akzeptanzschwierigkeit von separat bezahltem Research in der deutschen Praxis hin.
	Hoch	Mittel (25 %)	Andererseits sprechen der Vertrauensverlust der Investoren in die etablierten Anbieter von Research sowie die Tatsache, dass Research momentan bereits (indirekt) bezahlt wird, für eine gewisse Akzeptanzchance.

Quelle: Eigene Schätzung

Aus diesen Schätzungen der Eintrittswahrscheinlichkeiten der verschiedenen Einflussfaktoren lassen sich dann die Eintrittswahrscheinlichkeiten der acht möglichen, in Abbildung 25 dargestellten Zukunftsszenarien ableiten.

Tabelle 22 – Eintrittswahrscheinlichkeiten der unterschiedlichen Zukunftsszenarien der Researcherstellung

Nr.	Alternative	Eintrittswahrscheinlichkeit
1	Mittlere Nachfrage nach unabhängigem Research	ca. 9,5 % = 25 % x 50 % x 75 %
2	Geringe Nachfrage nach unabhängigem Research; Investmentbanken lagern Research aus	ca. 9,5 % = 25 % x 50 % x 75 %
3	Geringe Nachfrage nach unabhängigem Research; Beibehaltung des Status quo	ca. 28 % = 75 % x 50 % x 75 %

Nr.	Alternative	Eintrittswahrscheinlichkeit
4	Geringe Nachfrage nach unabhängigem Research	ca. 28 % = 75 % x 50 % x 75 %
5	Hohe Nachfrage nach unabhängigem Research	ca. 3 % = 25 % x 50 % x 25 %
6	Hohe Nachfrage nach unabhängigem Research; Wettbewerb mit Outsourcing durch Banken	ca. 3 % = 25 % x 50 % x 25 %
7	Mittlere Nachfrage nach unabhängigem Research; Wettbewerb mit Investmentbanken	ca. 9,5 % = 75 % x 50 % x 25 %
8	Hohe Nachfrage nach unabhängigem Research	ca. 9,5 % = 75 % x 50 % x 25 %

Quelle: Eigene Darstellung

Fasst man die Szenarien mit geringer (2, 3, 4), mittlerer (1, 7) und hoher (5, 6, 8) Nachfrage nach unabhängigem Research trotz ihrer Detailunterschiede jeweils zusammen, kommt man zu folgendem Ergebnis: Die Wahrscheinlichkeit für eine zukünftig geringe Nachfrage nach unabhängigem Research liegt bei ca. 65 %, die für eine mittlere Nachfrage bei ca. 20 % und die für eine hohe Nachfrage bei ca. 15 %. Aufgrund dieser theoretischen Betrachtung ist für die Zukunft eine ca. 35%ige Wahrscheinlichkeit für eine mittlere bis hohe Nachfrage nach unabhängig erstelltem Research zu erwarten⁹²³, was eine Verbesserung gegenüber dem aktuellen Status quo darstellen würde. Natürlich hängt dieses Ergebnis von den eingangs gewählten Eintrittswahrscheinlichkeiten der Zustände der Einflussfaktoren ab.

⁹²³ Das EU-Arbeitspapier der Abteilung Binnenmarkt „Summary of Responses to the consultation carried out by the European Commission on the report of the Forum Group on Financial Analysts“ kommt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass es keine einheitliche Sicht der unterschiedlichen Marktteilnehmer auf die Zukunft von unabhängigem Research gibt.

Teil VII Abschließende Würdigung und Zusammenfassung

1 Zielsetzung der für die Regulierung zuständigen Institutionen

Es ist erklärtes Ziel der für die Regulierung der Kapitalmärkte und Kapitalmarktteilnehmer verantwortlichen Institutionen, i) das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen sowie ii) die Integrität und iii) Funktionsfähigkeit der Märkte zu sichern⁹²⁴.

So führt die internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO in ihrem „Report on Analyst Conflicts“⁹²⁵ vom September 2003 an, dass „two of IOSCO’s three core objectives are the protection of investors and ensuring that markets are fair, efficient and transparent. The integrity and objectivity of research provided to investors is crucial to promote these objectives. The integrity of an analyst’s research can only be achieved if situations of potential conflicts of interest are avoided as much as possible and, if not avoidable, properly managed and disclosed to the investor.“

Die Begründung der Bundesregierung vom Mai 2004 zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz nennt als wesentliches Ziel die Verbesserung des Schutzes der Anleger bei Kapitalmarktinformationen⁹²⁶. Aber auch die regulierten Institutionen selbst, so z. B. die Banken und deren Interessenvertreter, haben schnell die Notwendigkeit gesehen, geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um verloren gegangenes Kunden- und Emittentenvertrauen zurückzugewinnen⁹²⁷. Der Bundesverband deutscher Banken⁹²⁸ stimmt in seiner Stellungnahme zu den von der IOSCO vorgeschlagenen Standards dem Ziel der IOSCO voll und ganz zu und führt aus, „... dass ausreichendes Anlegervertrauen unerlässlich für funktionierende

⁹²⁴ Vgl. bspw. die Erwägungsgründe der EU-Kommission zur Richtlinie 2003/125/EG („Richtlinie ... zur sachgerechten Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten“) in Abs. 1, 24.12.2003, in: Amtsblatt der EU L 339/73-77

⁹²⁵ Vgl. IOSCO 2003b

⁹²⁶ Vgl. Bundesregierung, Begründung zum AnSVG: „Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes“, S. 25-25, Drucksache 15/3174 vom 24.05.2004

⁹²⁷ Bspw. forderte die Securities Industry Association (SIA) bereits im Juni 2001 in „Best Practices for Research“, dass Research nicht an das Investmentbanking berichten soll. Vgl. Research Reports, Vol. II, No. 7 (22.08.001), www.sia.com

Kapitalmärkte ist und [begrüßt] daher grundsätzlich Maßnahmen, die dieses Anlegervertrauen stärken können. Dazu gehören auch zahlreiche der ... Ansätze der IOSCO, die darauf zielen, die Unabhängigkeit von Analysten und ihrem Research sicherzustellen.⁹²⁹ Auch im Fall der staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen in New York gegen 10 große US-amerikanische Investmentbanken wurden der Schutz des Vertrauens der Anleger und der Schutz des Kapitalmarktes als Ziele der Untersuchungen genannt⁹³⁰.

Insgesamt kann also eine große Einigkeit aller Kapitalmarktteilnehmer konstatiert werden, welches die grundsätzlichen Ziele der Regulierung des Kapitalmarktes und seiner Teilnehmer sind.

Bei der speziellen Regulierung der Erstellung und Verbreitung von Research besteht eine ähnliche Übereinstimmung bezüglich der Ziele⁹³¹. Betrachtet man die in diesem Kontext seit dem Jahr 2000 ergriffenen bzw. vorgeschlagenen Maßnahmen, so steht bei den meisten Vorhaben i) die Vermeidung von Interessenkonflikten bzw. ii) die Kontrolle und iii) die Offenlegung von unvermeidbaren Konflikten im Vordergrund⁹³².

Dies bedeutet jedoch, dass der systematische Interessenkonflikt, der sich bei der Erstellung und Verbreitung von Research durch Investmentbanken ergibt, grundsätzlich akzeptiert wird, allerdings sind die Banken verpflichtet, die Konflikte möglichst gering zu halten bzw. bei Unvermeidbarkeit die Interessenkonflikte unter Wahrung der Kundeninteressen zu lösen⁹³³.

⁹²⁸ Bundesverband deutscher Banken e. V., www.bdb.de

⁹²⁹ Vgl. BdB: „Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken e. V. zum IOSCO-Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest“, 17.11.2003

⁹³⁰ Beispielhaft sei hier die Aussage des New Yorker Generalstaatsanwaltes E. Spitzer genannt: „[The] global settlement is one of the largest effected by securities regulators to date. It fulfills our promise to help restore integrity to the marketplace and investor confidence in our system. The wide-ranging structural reforms to firms' research operations will empower investors to use securities research in a practical and meaningful way when making investment decisions“, Joint Press Release vom 28.04.2003, www.sec.gov/news/press/2003-54.htm

⁹³¹ Vgl. Schilder 2005, S. 220. Schilder spricht von einer weitgehenden Deckung der Vorschriften in den USA und der deutschen Vorschriften.

⁹³² Vgl. IOSCO, a. a. O.; vgl. EU-Kommission, a. a. O., vgl. SIA, a. a. O., vgl. Spitzer, a. a. O.

⁹³³ Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen in Teil IV1.4.2 zur abstrakten Hinnahme von Interessenkonflikten im Universalbanksystem deutscher Prägung

2 Neue Vorgaben und Umsetzungsmaßnahmen

Trotz gleicher Zielsetzung gab und gibt es erhebliche Unterschiede bei der Art und Weise der Umsetzung der Regeln in den einzelnen Ländern. Jedoch waren an der Regulierung sowohl in den USA als auch in Deutschland Institutionen aus allen drei Regulierungsebenen⁹³⁴ beteiligt. So gab und gibt es parallele i) staatliche Regulierung (z. B. Sarbanes Oxley, AnSVG)⁹³⁵, ii) Marktregulierung (z. B. NYSE, Deutsche Börse AG)⁹³⁶ und iii) Selbstregulierung⁹³⁷ der Investmentbanken (z. B. SIA, DVFA)⁹³⁸.

Bei der Entwicklung und Umsetzung von regulatorischen Maßnahmen kam dem US-amerikanischen Markt sowohl bei der Schnelligkeit als auch in Umfang und Komplexität der Regulierung eine Vorreiterrolle zu⁹³⁹. Andere Kapitalmärkte, insbesondere der deutsche bzw. der europäische, sowie die für die dortige Regulierung verantwortlichen Institutionen konnten einerseits von den Vorarbeiten der Amerikaner profitieren und andererseits der Gefahr zu detaillierter Detailvorschriften widerstehen. Der grundsätzlich prinzipienbasierte Ansatz der IOSCO, der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie, des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes und der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente steht im positiven Kontrast zu den äußerst detaillierten US-amerikanischen Vorschriften⁹⁴⁰.

Die neuen regulatorischen Vorgaben, die veränderten Marktbedingungen sowie die geänderten internen Anforderungen der Investmentbanken führten und führen zu einem erheblichen Anpassungsbedarf auf Seiten der Investmentbanken. Die Änderungen reichen von der gesteigerten Sensibilität der Geschäftsleitung bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten über

⁹³⁴ Vgl. u. a. Stillhart 2002, S. 124, siehe dazu auch oben Teil I2.6

⁹³⁵ Ausführlicher in Teil V2.2.4 bzw. Teil V2.5.6

⁹³⁶ Ausführlicher in Teil V2.2.2 bzw. Teil V2.5.4

⁹³⁷ Die Versuche, der Erwartungshaltung der Aufsicht mittels Selbstregulierung Herr zu werden, waren nicht von sonderlichem Erfolg beschieden. So wurden in den USA die von der Industrievereinigung SIA im Juli 2001 vorgeschlagenen Maßnahmen schnell durch die weiterführenden und verbindlichen Bestimmungen der NYSE, der NASD und der Regulation AC wesentlich verschärft. Der freiwillige „Analystenkodex für Analysten und Journalisten“ von Baums und Gerke schaffte es in Deutschland nicht über das Vorschlagsstadium hinaus.

⁹³⁸ Ausführlicher in Teil V2.2.1 bzw. Teil V2.5.5

⁹³⁹ Vgl. Göres 2004, S. 17 ff. Göres bietet einen guten Überblick über die zeitliche Abfolge der regulatorischen und staatsanwaltschaftlichen Maßnahmen in den USA.

Siehe dazu auch oben in Teil V2.2

⁹⁴⁰ Siehe dazu auch oben in Teil V2.2, Teil V2.3.2 und Teil V2.3.3

geänderte Berichtsstrukturen und neue Geschäftsmodelle für die Researchabteilungen bis hin zu neuen Standards im Umgang der Analysten mit den Investmentbankern, Emittenten und Kunden sowie der Anpassung bzw. Einführung der entsprechenden unabhängigen Kontrollprozesse. Die seit dem Aktiencrash in 2000/2001 im Einzelnen ergriffenen Maßnahmen der Investmentbanken sind zahl- und umfangreich und wurden im Detail bereits oben in Teil V dieser Arbeit vorgestellt.

3 Auswirkungen der neuen Vorgaben und Umsetzungsmaßnahmen

Die Auswirkungen der neuen Vorgaben zur Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen auf die Investmentbanken, die bankenunabhängigen Researchanbieter, die Emittenten, die Anleger sowie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes werden im Folgenden zusammengefasst.

3.1 Auswirkungen auf Finanzanalysten in Investmentbanken

Der Arbeitsalltag der Analysten und der Researchabteilungen in Investmentbanken ist seit dem Jahr 2001 grundsätzlichen Veränderungen unterworfen. So führten die neuen regulatorischen Anforderungen zu einer Reihe von Neuerungen und Anpassungen der organisatorischen Verfahren der Researcherstellung und -verbreitung sowie zu einem Umdenken bei der Zusammenarbeit der Analysten mit anderen Bankbereichen. Die zusätzlichen Kosten für die Einführung, Durchführung und Überwachung der neuen Standards, insbesondere die Erfüllung der zahlreichen Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten, stellen die Banken vor erhebliche Herausforderungen⁹⁴¹. Gleichzeitig machte es der Rückgang des Aktiengeschäfts sowohl im Primärmarkt als auch im Sekundärmarkt erforderlich, die in den 90er Jahren in den Researchabteilungen der Banken

⁹⁴¹ Siehe dazu auch oben in Teil V4 und insbesondere in Teil V4.3.5

aufgebauten Überkapazitäten abzubauen und eine organisatorische und geschäftspolitische⁹⁴² Anpassung vorzunehmen⁹⁴³.

Im Ergebnis wurden von den Investmentbanken folgende Anpassungen hinsichtlich ihrer Researchabteilungen vorgenommen:

- (1) Kosteneinsparung und Personaleinsparung
- (2) Einschränkung der Coverage
- (3) Zentralisierung und Zusammenlegung der Researcherstellung
- (4) Outsourcing von Teilen des Researchprozesses

Im täglichen Arbeitsalltag der Analysten führt die bis auf wenige Fälle untersagte Zusammenarbeit der Analysten mit dem Investmentbanking⁹⁴⁴ zu einer Ausweitung der Zusammenarbeit mit dem Sales- und Trading-Bereich. Darüber hinaus ist ein verstärkter Trend zur direkten Kommunikation der Analysten mit den institutionellen Kunden der Sales-Abteilungen zu konstatieren. Die Gespräche erfolgen mit dem Ziel, den institutionellen Anlegern die Bedeutung der Researchstudien für ihre Investitionsalternativen und -entscheidungen zu erläutern und damit zusätzliches Ordervolumen für die eigene Bank zu generieren. Die in dieser Konstellation auftretenden Interessenkonflikte sind, wie oben ausführlich erläutert, nicht neu und wurden als vergleichsweise gering eingeschätzt⁹⁴⁵. Inwieweit sich einzelne Detailregelungen aus den USA, wie das Chaperoning, in Deutschland als Marktstandard durchsetzen werden, bleibt abzuwarten⁹⁴⁶.

⁹⁴² So wurde in einzelnen Banken bereits dazu übergegangen, die vormals getrennten Aktien- und Anleiheresearchabteilungen zusammenzulegen. Siehe dazu die eigenen Ausführungen in Teil V3.3

⁹⁴³ Siehe dazu auch oben in Teil V3

⁹⁴⁴ Die neuen Verhaltensstandards im Umgang mit dem Investmentbanking werden in Teil V5.5 ausführlich behandelt.

⁹⁴⁵ Siehe dazu Teil III2.2.2 und Teil V4.1

⁹⁴⁶ Das Chaperoning wird in Teil V5.8.5. erörtert.

3.2 Auswirkungen auf bankenunabhängige

Researchanbieter

Wie bereits oben in Teil VI1 erörtert wurde, profitieren die bankenunabhängigen Anbieter von Research grundsätzlich von den regulatorischen Entwicklungen. Zum einen haben die äußerst öffentlichkeitswirksamen Enthüllungen vereinzelter Fehlverhaltens von Sell-Side-Analysten⁹⁴⁷ das Vertrauen der Anleger in abhängig beschäftigte Analysten insgesamt beschädigt und das Interesse der Anleger auf bankenunabhängige Analysten gelenkt. Zum anderen haben die gestiegenen regulatorischen Anforderungen und das aktuelle Marktumfeld zu einer Einschränkung der Coverage durch die Investmentbankanalysten geführt⁹⁴⁸.

Im Ergebnis beginnen sich einzelne bankenunabhängige Anbieter als Spezialisten am Markt zu etablieren⁹⁴⁹. Trotz dieser aus Sicht der bankenunabhängigen Researchanbieter positiven Entwicklungen gilt es, noch eine Reihe von Widerständen – z. B. das „Bundling“ – zu überwinden⁹⁵⁰. Die Entwicklung eines bankenunabhängigen Researchmarktes steht insbesondere in Deutschland noch am Anfang⁹⁵¹.

3.3 Auswirkungen auf die Anleger

Ob und inwieweit das Anlegervertrauen in die Märkte, d. h. in die zukünftig positive Kursentwicklung, in den letzten Jahren wieder gestiegen ist, lässt sich quantitativ empirisch ermitteln. Es gibt eine Reihe von Indizes, deren Ziel es ist, das Anlegervertrauen auf verschiedene Art und Weise zu messen.

⁹⁴⁷ Vgl. bspw. Gasparino / Raghavan / Blumenstein: „Investigators Looking Into Citigroup Have an Ally in Grubman“, in: The Wall Street Journal Europe, 10.10.2002, S. 1

⁹⁴⁸ Vgl. dazu u. a. Schlote*: „Unabhängiges Research schafft Mehrwert“, in: Börsen-Zeitung, 20.05.2005, S. B8. *Klaus Schlote ist Head of Research der Soventis Wertpapierhandelsbank, Frankfurt. Vgl. u. a. Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁹⁴⁹ Siehe dazu oben in Teil VII.1. Vgl. u. a. Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁹⁵⁰ Siehe dazu oben in Teil VII.3

⁹⁵¹ Siehe dazu oben in Teil VII. Vgl. u. a. Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Klares Anforderungsprofil“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

Beispielhaft seien hier der State Street Investor Confidence Index⁹⁵² und der One-Year Confidence Index der Yale Management School⁹⁵³ genannt.

Dieses Verständnis des Anlegervertrauens dürfte aber nicht dem entsprechen, was die Regulatoren mit Vertrauen in die Märkte meinen. Hierbei geht es vielmehr um das Vertrauen in die Institution Kapitalmarkt und damit verbunden um das Vertrauen in eine faire und transparente Behandlung der Anleger. Eine Messung des Anlegervertrauens in diesem Sinne ist dem Autor derzeit nicht bekannt, sollte sich aber demoskopisch ermitteln lassen.

Dementsprechend lässt sich keine empirische Aussage hinsichtlich der tatsächlichen Auswirkungen der neu eingeführten regulatorischen und der anschließenden Umsetzungsmaßnahmen auf das Anlegervertrauen treffen. Daher ist es äußerst schwierig zu bewerten, ob die getroffenen Maßnahmen Wirkung entfaltet und zur Wiederherstellung des Anlegervertrauens beigetragen haben.

Aus qualitativer Sicht spricht einiges dafür, dass die Anleger nunmehr ein besseres Verständnis für die Interessenkonflikte der Analysten in Investmentbanken haben und dies entsprechend in ihre Anlageentscheidung einfließen lassen, und dass mit den Interessenkonflikten in Banken nunmehr sachgerechter umgegangen wird⁹⁵⁴. Dies wird durch eine Ex-post-Untersuchung der FSA im englischen Markt hinsichtlich der Wirkung der im Mai und Juni 2004 eingeführten Researchregeln bestätigt. Demzufolge

⁹⁵² Vgl. State Street, 2005: „The State Street Investor Confidence Index® measures the attitude of investors to risk. Developed by Harvard Professor Ken Froot and State Street Associates Director Paul O'Connell, the Index uses the principles of modern financial theory to model the underlying behavior of global investors. Unlike other survey-based confidence measures that focus on expectations for future prices and returns, the Index provides a quantitative measure of the actual and changing levels of risk contained in investment portfolios representing about 15 % of the world's tradable assets“, www.statestreet.com

⁹⁵³ Vgl. Yale School of Management: http://icf.som.yale.edu/financial_data/confidence_index/explanation.shtml#year

⁹⁵⁴ Banken und Analysten sind aufgrund der organisatorischen Vorkehrungen dazu gezwungen, sich an die Standards der Konfliktvermeidung bzw. Offenlegung zu halten, und haben den langfristigen Reputationsschaden, der bei weiteren Verstößen droht, erkannt.

vertrauten die Käufer von Researchberichten der Neutralität der Analysten jetzt mehr als vor drei oder vier Jahren⁹⁵⁵.

Aus Sicht der Anleger ist zudem eine möglichst breite (d. h. eine große Anzahl von Instrumenten) und tiefe Abdeckung (d. h. eine große Anzahl von Analysten in einem Wert) der einzelnen Anlageinstrumente mit Research wünschenswert. Letzteres folgt u. a. aus Studien, die zeigen, dass eine geringere Anzahl von Analystenmeinungen zu einem Wert zu einer größeren Abweichung der Meinungen untereinander führt⁹⁵⁶. Dies führt nach empirischen Erkenntnissen wiederum zu höheren Handelskosten⁹⁵⁷. Da die Researchcoverage der Investmentbanken u. a. aufgrund der administrativen Vorgaben in den vergangenen Jahren nachgelassen hat⁹⁵⁸ und sich die Investmentbankanalysten bei öffentlichen Auftritten und Kommentaren, z. B. im Fernsehen, zurückhalten⁹⁵⁹, kann nicht ausgeschlossen werden, dass damit insgesamt eine Verringerung an Anlageinformationen für die Anleger einhergeht.

Im Ergebnis sehen sich die Anleger derzeit mit einer abnehmenden Researchcoverage der Investmentbanken, insbesondere bei kleineren Unternehmen, konfrontiert. Andererseits können die Anleger davon ausgehen, dass die Gefahr, dass Research durch Interessenkonflikte der Banken oder Analysten beeinflusst ist, sich insgesamt verringert hat und dass auf mögliche Interessenkonflikte im Rahmen der Offenlegung hingewiesen wird. Ein schlüssiger empirischer Nachweis, dass die ergriffenen regulatorischen und organisatorischen Maßnahmen ursächlich für die Verbesserung des Anlegervertrauens waren und nicht etwa die allgemeine Erholung der Aktienmärkte seit dem Kurseinbruch im Sommer 2000, ist allerdings bisher nicht erbracht. Es ist daher zu begrüßen, dass die EU in

⁹⁵⁵ Vgl. FSA Briefing 2005c, Note BN010/05, 29.09.2005: „Broadly, the FSA concluded that management of conflicts of interest in the production and dissemination of investment research has improved and that investment research is less biased.“

⁹⁵⁶ Vgl. Alford / Berger 1999, S. 219 – 240, vgl. auch Henze 2005 S. 213

⁹⁵⁷ Vgl. Scherbina 2004. Scherbina weist in ihrem Papier nach, dass mit einer größeren Unstimmigkeit zwischen den Analysten eine Erhöhung der Handelskosten einhergeht.

⁹⁵⁸ Siehe dazu auch oben in Teil V3.2

⁹⁵⁹ Vgl. u. a. Panitz 2003, S. 22-24

ihrem Weißbuch zur Finanzpolitik der Jahre 2005–2010 weiteren, über die MiFID-Regelungen hinausgehenden Änderungsbedarf ablehnt⁹⁶⁰.

3.4 Auswirkungen auf die Emittenten

Die Bedeutung der Analystencoverage für einzelne Emittenten liegt vor allem in der Interpretation, Filterung und Transformation der relevanten Unternehmensdaten durch die Analysten für andere Kapitalmarktteilnehmer und, damit verbunden, in der Öffnung eines breiteren Anlegerhorizonts für die eigene Aktie oder andere emittierte Finanzinstrumente⁹⁶¹. So basieren institutionelle Anleger ihre Anlageentscheidungen häufig auf Researchstudien und meiden Aktien, die nicht durch Research abgedeckt werden. Dies spiegelt sich u. a. darin wider, dass es einen direkten Zusammenhang zwischen der Liquidität einer Aktie und der Anzahl der diese analysierenden Analysten gibt⁹⁶².

In Deutschland ist derzeit ein rückläufiger Trend der Analystencoverage zu beobachten. Laut StarMine wurden in 2004 ca. 30 % weniger deutsche Aktien analysiert als noch in 2003. Die Gesamtzahl sank dabei auf 301 Aktien⁹⁶³. Besonders gefährdet erscheinen Unternehmen mit geringer Börsenliquidität, also oftmals kleine und mittlere Unternehmen⁹⁶⁴.

Die Frage, ob für den Rückgang der Coverage insbesondere bei Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung die neuen Regularien verantwortlich zu machen sind, lässt sich nicht eindeutig beantworten. Es kann jedoch festgehalten werden, dass das Zusammenspiel aus Verschärfung der regulatorischen Rahmenbedingungen mit der Folge zusätzlicher Kosten bei den Researchabteilungen der Investmentbanken und

⁹⁶⁰ Vgl. EU-Kommission 2005b: EU-Weißbuch, S. 16, http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/policy/index_en.htm#20051205

⁹⁶¹ Vgl. bspw. Peppmeier 2000, S. 147 ff., vgl. auch Frank: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004

⁹⁶² Vgl. u. a. Frank: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004

⁹⁶³ Vgl. u. a. Hoffknecht, P.: „Banken fahren Research drastisch zurück“, in: Handelsblatt, 08.11.2004

⁹⁶⁴ Vgl. bspw. Pietzsch 2004

der geänderten Marktbedingungen für einen Rückgang der Researchcoverage durch die Investmentbanken verantwortlich ist⁹⁶⁵.

3.5 Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes

Will man den Erfolg der neuen Regeln sowie deren Umsetzung durch die Investmentbanken an einer Verbesserung der Informationseffizienz als Indikator für die Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes festmachen, stößt man schnell an die Grenzen des derzeitig Möglichen.

Es hat zwar in jüngster Zeit eine Reihe von empirischen Untersuchungen der Informationseffizienz der Aktienmärkte in Deutschland gegeben, die die Rolle der Finanzanalysten bei der Informationsverarbeitung untersuchen. Auf die Frage, inwieweit die seit dem Jahr 2001 ergriffenen organisatorischen und regulatorischen Maßnahmen messbaren Einfluss auf das Empfehlungsverhalten der Analysten und damit mittelbar auf eine verbesserte Informationseffizienz hatten, wird in den Untersuchungen nicht eingegangen. Die meisten Studien untersuchen Zeiträume⁹⁶⁶, die mögliche Auswirkungen der nach 2000 bzw. später getroffenen Maßnahmen nicht oder nur unzureichend berücksichtigen. Die empirischen Studien vergleichen i. d. R. die Renditechancen bzw. Gewinnvorhersagen von Analystenempfehlungen mit den Renditen zufällig ausgewählter Anlagealternativen bzw. mit den tatsächlichen Gewinnen⁹⁶⁷. Die Studien führen in der Mehrheit zu zwei Schlüssen:

- (1) Aktienmärkte sind weder stark noch semi-stark informationseffizient⁹⁶⁸
- (2) Analysten neigen zu überoptimistischen Vorhersagen⁹⁶⁹

⁹⁶⁵ Vgl. u. a. Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Günstiger Zeitpunkt“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁹⁶⁶ Vgl. u. a. Henze 2004, S. 101 ff.

⁹⁶⁷ Vgl. bspw. Roberts, Dan: „Accuracy of analysts' profits forecasts hits record low“, in: Financial Times, 09.02.2004, S. 19. Die Studie von Parson Consulting ergab, dass ein Drittel der Quartalsergebnisse des 3. Quartals 2003 mehr als 10 % von den Konsensusschätzungen der Wall-Street-Analysten entfernt lag, zumeist über den Schätzungen.

⁹⁶⁸ Vgl. für den Neuen Markt u. a. Hauser 2003, aber auch Müller-Leydig 2003, S. 199 ff. Allgemeiner u. a. bei May / Schweder-Weber 1990, S. 327

Der zweite Punkt wird vielfach mit Interessenkonflikten der Analysten erklärt. So wird vermutet⁹⁷⁰, dass die Abhängigkeit der Analysten vom Emittenten bei der Informationsbeschaffung den Effekt erklären kann. Andererseits zeigen die Untersuchungen auch, dass es keine signifikanten Unterschiede zwischen der Verzerrtheit und der Genauigkeit der Gewinnprognosen von Analysen der Konsortialmitglieder und der Nichtmitglieder gibt⁹⁷¹. Daraus könnte man schließen, dass nicht der aus der Konsortialmitgliedschaft entstehende Interessenkonflikt zu den zu optimistischen Vorhersagen führt.

Für den amerikanischen Aktienmarkt kommt eine neue Studie von Thomson First Call zu einem etwas anderen Ergebnis, was die Verzerrtheit von Analystenschätzungen angeht⁹⁷². Sie zeigt, dass die Konsensusgewinnschätzungen der Wall-Street-Analysten in 2003 im Schnitt 6 % unter den Quartalsergebnissen lagen. Dies ist die größte Fehlerquote seit Beginn der Messungen in 1994. Diese Verschlechterung der Schätzungen von Quartalsergebnissen kann möglicherweise auf die Einführung der Regulation FD im Jahr 2001 in den USA und den damit verbundenen Wegfall des Zugangs zu privilegierten Informationen von Analysten zurückgeführt werden⁹⁷³. Gleichzeitig steht zu vermuten, dass die Analysten insbesondere aufgrund der negativen Erfahrungen in 2001 und 2002 sowie aufgrund der gestiegenen regulatorischen Risiken zunehmend vorsichtiger agieren, was allzu optimistische Vorhersagen betrifft.

Ein direkter Zusammenhang zwischen der verstärkten Regulierung und einer Änderung der Informationseffizienz als Maß für die Funktionsfähigkeit des deutschen Marktes kann aufgrund der Vielzahl der Einflussfaktoren nicht hergestellt werden. Dessen ungeachtet liegt die Vermutung nahe, dass der Rückgang der Researchcoverage von deutschen Unternehmen aufgrund der geänderten regulatorischen Rahmenbedingungen, aber auch aufgrund der

⁹⁶⁹ Für den deutschen Aktienmarkt wird festgestellt, dass die Gewinnprognosen zu optimistisch sind. Vgl. Henze 2004, S. 211

⁹⁷⁰ Vgl. Henze 2004, S. 22

⁹⁷¹ Vgl. ebenda

⁹⁷² Vgl. Roberts, Dan: „Accuracy of analysts' profits forecasts hits record low“, in: Financial Times, 09.02.2004, S. 19

⁹⁷³ Siehe dazu auch oben in Teil IV.1.2.4

geänderten Marktbedingungen⁹⁷⁴ einen Einfluss auf die Liquidität einzelner Aktien haben wird⁹⁷⁵.

4 Grundsätzliche Empfehlungen für die zukünftige Gestaltung der Rahmenbedingungen der Finanzanalysten

Auf Basis der in dieser Arbeit vorgestellten Überlegungen zum sachgerechten Umgang mit Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research werden im Folgenden zehn Empfehlungen für die zukünftige Gestaltung der Rahmenbedingungen für Finanzanalysten formuliert:

- (1) Neue Regulierungsvorhaben sollten der normativen Theorie⁹⁷⁶ folgen, da ansonsten die Gefahr der effizienzmindernden Überregulierung besteht⁹⁷⁷.
- (2) Zum Zweck der Nachvollziehbarkeit sollte für alle Regulierungsvorhaben eine Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt, plausibilisiert und veröffentlicht werden⁹⁷⁸.

⁹⁷⁴ Vgl. u. a. Mathée: „Chance für echtes unabhängiges Research nutzen – Günstiger Zeitpunkt“, in: Börsen-Zeitung, 03.06.2004

⁹⁷⁵ Vgl. Frank: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004

⁹⁷⁶ D.h., eine Intervention des Gesetzgebers ist nur dann zulässig, wenn ein Marktversagen vorliegt und gezeigt werden kann, dass die Regulierung effizienzsteigernd wirkt, vgl. o. A.: „Ein Plädoyer für mehr Freiheit der Unternehmen“, in: Börsen-Zeitung, 15.10.2005, S. 5. Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen u. a. in Teil I2.6, Teil VII2 und in Teil VII3

⁹⁷⁷ Vgl. u. a. Grower 1984: „Regulation in the interest of [scil.: investors] should be no greater than is necessary to protect reasonable people from being made fools of.“ Vgl. auch o. V.: „Anlegerschutz-Gesetz schießt über das Ziel hinaus“, in: Börsen-Zeitung, 06.10.2004, S. 2

⁹⁷⁸ Derartige Überlegungen sind nicht neu, sondern werden bereits u. a. im Rahmen der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD, www.finanzstandort.de), Arbeitsgruppe „bessere Regulierung“ oder aber im Rahmen der EU-Initiative „Better Regulation“ thematisiert. Sollte sich dies durchsetzen, wäre die Chance gegeben, Regularien tatsächlich hinsichtlich ihrer volkswirtschaftlichen Sinnhaftigkeit zu testen. Vgl. auch Müller: Herbst-Presskonferenz des BdB, www.bundesverband.de, 07.11.2005. Die EU-Kommission arbeitet ebenfalls an einer „besseren Rechtssetzung“ im Rahmen der im Frühjahr 2005 erneuerten Lissabon-Strategie. So heißt es auf der Kommissionswebseite: „Die Kommission sorgt mit verschiedenen Verfahren und Instrumenten dafür, dass Vorschriften nur dann erlassen werden, wenn sie erforderlich sind, und dass der durch sie entstehende Aufwand in einem angemessenen Verhältnis zu ihren Zielen steht: 1. Zurückzug oder Änderung eines festsitzenden Gesetzesvorschlages. 2. Maßnahmen zur Vereinfachung existierender Gesetzgebung. 3. Bessere Qualität neuer Kommissionsvorschläge: systematischer Gebrauch von Folgenabschätzungen und öffentlicher Konsultationsverfahren von neuen Politikvorschlägen“, vgl. http://europa.eu.int/comm/enterprise/regulation/better_regulation/index_de.htm

- (3) Die Kenntnisse der privaten Anleger hinsichtlich der Mechanismen des Kapitalmarktes, der möglichen Interessenkonflikte und der Rolle der Analysten sollten stärker gefördert werden⁹⁷⁹.
- (4) Für die regulierten Institute wäre eine maximale Harmonisierung der EU-Regularien zum Umgang mit Interessenkonflikten wünschenswert.
- (5) Die Überlegungen zum „Unbundling“ von Research⁹⁸⁰ sollten mit dem Ziel ein „Level Playing Field“ für bankenunabhängige Anbieter von Research, ggf. unter Einsatz zusätzlicher Regulierung, weiterentwickelt werden, allerdings nur unter Beachtung der Empfehlungen 1 und 2.
- (6) Es sollte beachtet werden, dass Research eine in Privatautonomie mit Aufwand und Kosten erstellte Information für den Kapitalmarkt darstellt und somit kein öffentliches Gut ist⁹⁸¹.
- (7) Unter Beachtung der Empfehlungen 1, 2 und 6 sollte geprüft werden, ob nicht eine zeitlich verzögerte Veröffentlichung von Researchstudien zur Stabilität und Integrität der Märkte beiträgt und das Vertrauen der Anleger sichert.
- (8) Die offenlegungspflichtigen Beteiligungsschwellen in Finanzanalysen sollten den Beteiligungsschwellen der Transparenzrichtlinie angepasst und es sollte nur eine einheitliche Berechnungsmethode genutzt werden⁹⁸².
- (9) Wie im derzeitigen Kommissionsentwurf der Durchführungsrichtlinie zur EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente vorgesehen⁹⁸³, sollte sich die Begriffsbestimmung von Investmentresearch und damit auch der sachliche Anwendungsbereich auf Informationen beschränken, die als objektives Investmentresearch dargeboten werden⁹⁸⁴.

⁹⁷⁹ Siehe dazu oben u. a. in Teil II1.3, Teil II1.5 und Teil III3.2

⁹⁸⁰ Siehe dazu oben u. a. in Teil V2.4.2 und Teil VII.3

⁹⁸¹ Siehe dazu oben in Teil IV3.4. Vgl. auch Spatt 2005 und Frank, Ralf: „Warum Unternehmen gute Analysten und Coverage brauchen“, in: Börsen-Zeitung, Sonderbeilage AktienAnalystenAward, 03.06.2004. Dort schreibt er: „Entgegen der landläufigen Meinung, nach der Research eine Art öffentliches Gut darstellt, ist indes die Praxis anders: Research dient dem Anleger dazu, einen Informationsvorsprung auszunutzen und in eine Aktie zu investieren oder zu desinvestieren, solange der Markt die neue Information noch nicht in den Kurs der Aktie eingepreist hat. Aus diesem Grund werden die Kunden des Brokers vorrangig mit dem Research bedient.“

⁹⁸² Siehe dazu auch oben in Teil V2.5.6.2 ; vgl. auch Göres 2004, S. 314

⁹⁸³ Siehe dazu auch oben in Teil V2.3.3

⁹⁸⁴ Die Schwierigkeiten, die sich aus einer Begriffsbestimmung ausschließlich über den Inhalt einer Information in der Praxis ergeben, sind u. a. in Teil V2.3.2, Teil V2.5.2, Teil V2.5.6.1 und Teil V2.5.11 erörtert worden.

- (10) Es sollten einheitliche europäische Standards für die Zusammenarbeit von Analysten mit dem Investmentbanking sowie für den Einsatz von Black Out Periods – vorzugsweise im Wege der Selbstregulierung – geschaffen werden⁹⁸⁵.

5 Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit zeigt, ausgehend von einer Begriffsbestimmung in Teil I, dass die wichtigsten aktuellen Kapitalmarkttheorien Anhaltspunkte für eine Daseinsberechtigung von Finanzanalysten als spezialisierte Informationsintermediäre an Kapitalmärkten bieten. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Analysten mit ihrer Tätigkeit zu einem effizienten Kapitalmarkt beitragen und damit helfen, volkswirtschaftlich knappe Ressourcen in die rentabelsten Anlagen zu leiten. Die Fähigkeit der Analysten, diese Rolle auszufüllen, kann erheblich durch Interessenkonflikte, denen die Analysten in Investmentbanken ausgesetzt sein können, unterminiert werden. Die in Teil II vorgestellten Theorien liefern hilfreiche Beschreibungs- und Vorhersagemodelle sowohl für das Verhalten von Investoren bei ihren Investitionsentscheidungen unter Unsicherheit als auch für das Verhalten von Analysten bei Interessenkonflikten.

Besonders interessant für die Betrachtung des Verhaltens von Investoren, aber auch für die Betrachtung des Entscheidungsverhaltens von Analysten sind die Aussagen und Vorhersagen der Behavioral Finance. Demnach verhalten sich Investoren und Analysten nicht immer rational, jedoch sind die Abweichungen von der Rationalität beobachtbar, oft sogar systematisch und haben ihren Ursprung in der menschlichen Psychologie. Diese systematischen Abweichungen untersucht die Behavioral Finance ausführlich. Die Interessenkonflikte von Analysten in Investmentbanken bei der Erstellung und Verbreitung von Research sowie diesbezügliche mögliche Lösungsansätze lassen sich mit der Agency-Theorie beschreiben. Wichtigste

⁹⁸⁵ Vgl. Merkt 2002, S. F130. Merkt sieht ebenfalls Diskussionsbedarf in seinem Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag in 2002. Vgl. auch Schilder 2005, S. 221. Siehe dazu auch die eigenen Ausführungen, u. a. in Teil IV4.6, Teil V5.5, Teil V5.7 und Teil V5.8.5

Lösungen im Sinne der Agency-Theorie stellen i) die Offenlegung der Interessenkonflikte und ii) die Schaffung der richtigen Anreizsysteme dar. Schließlich eröffnet die Anwendung des ökonomischen Erklärungsansatzes zur Regulierung (vgl. Teil II.2.1) – Regulierung als Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage – im Falle der aktuellen Researchregulierung eine interessante Deutungsperspektive für die intensivere Regulierung in den USA im Vergleich zu Deutschland.

In Teil III wurde eine detaillierte Systematik zur Klassifizierung von Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research in Investmentbanken eingeführt. Dazu wurde zunächst das Standardkonfliktmodell Kunde – Bank – Mitarbeiter mit dem Ziel, einzelne versteckte Konflikte besser sichtbar zu machen, weiter verfeinert. Unter Hinzunahme der Terminologie der Agency-Theorie wurden sodann die in der Praxis denkbaren Konfliktkonstellationen identifiziert, beschrieben und analysiert. Eine detaillierte Untersuchung der einzelnen Konflikte (z. B. im Verhältnis des Research zu Sales & Trading) hat gezeigt, dass es sich bei der Erstellung von Research entweder um mehrstufige Delegationsbeziehungen mit internen Interessenkonflikten oder aber um externe Common-Agency Interessenkonflikte handelt. Dieser Teil wurde mit einer Beschreibung der acht wesentlichen Einflussfaktoren auf den Umgang mit Interessenkonflikten in Investmentbanken abgeschlossen. Der ethischen Grundausrichtung der Banken und des Senior Management kommt dabei eine besondere Schlüsselstellung zu.

Die Bestandsaufnahme der gesetzlichen Regeln zur Erstellung von Research vor dem Jahr 2000 zeigte, dass in Europa keine, in den USA nur wenige spezifische Regelungen zu diesem Thema existierten. Vielmehr wurde die Erstellung und Verbreitung von Research durch eine Reihe allgemeiner kapitalmarktrechtlicher Vorschriften bestimmt (z. B. Insiderregelungen). Auf der berufsständischen und Investmentbankebene hatte sich allerdings bereits vor 2000 eine Reihe von speziellen Researchstandards und organisatorischen Maßnahmen etabliert (z. B. Black Out Periods, Research Clearing), die den angemessenen Umgang mit Interessenkonflikten in

Investmentbanken gewährleisten sollten. In den meisten Fällen haben sich die Verfahren auch bewährt (vgl. Teil IV).

Mit dem weltweiten Einbruch der Aktienmärkte – beginnend im Frühjahr und Sommer des Jahres 2000 – sowie den Bilanzskandalen im Jahr 2002 rückten die Rolle der Finanzanalysten am Kapitalmarkt sowie die Interessenkonflikte, denen sie ausgesetzt sein können, ins Blickfeld der Öffentlichkeit (vgl. Teil V). So verzeichnete der NEMAX 50 von 1997 bis 2000 einen Indexanstieg um ca. 1.600 % und einen Rückgang von ca. 97 % im Zeitraum Sommer 2000 bis Frühjahr 2003. Diese für die Kapitalmärkte dramatische Entwicklung – 2003 war in Deutschland das erste Jahr seit 1968, in dem kein einziges Unternehmen neu an die Börse ging – führte schnell zur Suche nach den Auslösern für die übermäßige Abweichung zwischen Finanz- und Realwirtschaft. Neben den Wirtschaftsprüfern wurden vor allem die Sell-Side-Finanzanalysten mit ihren oftmals zu optimistischen Kurszielen und Kaufempfehlungen an den Pranger gestellt. Die Entwicklungen an den Aktienmärkten und die sich anschließenden Enthüllungen über einzelne Verfehlungen von Analysten in Investmentbanken (z. B. Jack Grubman/Citibank oder Henry Blodget/Merrill Lynch⁹⁸⁶) führten mit einer geringen zeitlichen Verzögerung zu weitreichenden regulatorischen Maßnahmen. So wurden seit Sommer 2001 in vielen Ländern neue Gesetze, Regeln und Standards mit dem Ziel, die Unabhängigkeit und Integrität von Finanzanalysten zu fördern, erlassen. Die EU folgte und folgt dabei einem grundsätzlich prinzipienbasierten Regelungsansatz mit Schwerpunkt auf den allgemeinen Verhaltens- und Organisationspflichten, insbesondere der Offenlegung von Interessenkonflikten. In den USA wurde zusätzlich eine Vielzahl detaillierter Verhaltensregeln für die Investmentbanken und deren Analysten geschaffen.

Mit dem Niedergang der Aktienmärkte brach auch ökonomisch für die Researchabteilungen der Investmentbanken eine neue Zeitrechnung an. Die

⁹⁸⁶ Vgl. Gasparino / Raghavan / Blumenstein: „Investigators Looking Into Citigroup Have an Ally in Grubman“, in: The Wall Street Journal Europe, 10.10.2002, S. 1. Vgl. auch den Fall von Henry Blodget in Merrill Lynch, bspw. in Financial Times: „Wall St. analysts probe extends to more banks“, 10.04.2002, S. 14

in den neunziger Jahren aufgebauten Überkapazitäten sowie die damit verbundenen hohen Personalkosten mussten den aktuellen Marktverhältnissen und den gesunkenen Erträgen angepasst werden. Gleichzeitig führten die neuen regulatorischen Anforderungen für die Erstellung und Verbreitung von Research zu zusätzlichen Kosten der Standardsicherung und -überwachung (Compliance). So wurden laut einer Studie von Deloitte Consulting im Jahr 2000 weltweit schätzungsweise 8 Mrd. US\$ von Investmentbanken für Research ausgegeben. Deloitte schätzt, dass sich dieser Betrag bis 2005 auf 4 Mrd. US\$ reduzieren wird⁹⁸⁷. Im Ergebnis wurden durch die Investmentbanken folgende Anpassungen hinsichtlich ihrer Researchabteilungen vorgenommen:

- (1) Kosteneinsparung und Personaleinsparung
- (2) Einschränkung der Coverage
- (3) Zentralisierung und Zusammenlegung der Researcherstellung
- (4) Outsourcing von Teilen des Researchprozesses

Teil V beschäftigt sich neben den regulatorischen Neuerungen vor allem mit den Änderungen der aufbau- und ablauforganisatorischen Maßnahmen in den Banken zur Steuerung von Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research. Die Rolle der Geschäftsleitung, die Finanzierung der Researchabteilung sowie die Bedeutung funktionierender Chinese Walls und deren effektive Überwachung durch die Compliance-Abteilung wurden als zentrale aufbauorganisatorische Fragen detailliert behandelt. Des Weiteren wurde in Teil V5.5 ein besonderes Augenmerk auf die Zusammenarbeit von Analysten mit dem Investmentbanking unter Beachtung der neuen Regeln gelegt und momentan sich abzeichnende Trends erörtert. Schließlich wurde gezeigt, wie in der Praxis unter Beachtung der aktuell gültigen Regeln und Marktstandards mit den in Teil III identifizierten Interessenkonflikten umgegangen werden sollte.

In Teil VI wurden der Markt der bankenunabhängigen Anbieter von Research, die sog. Researchvermittlungsplattformen sowie die Idee des Aktienratings

⁹⁸⁷ Vgl. Deloitte Consulting 2003

untersucht. Die Betrachtung des Marktes der bankenunabhängigen Anbieter von Research hat gezeigt, dass dieser sowohl in den USA als auch in Europa noch am Anfang steht, jedoch in den USA bereits deutlich weiter fortgeschritten ist als in Europa. Die positive Entwicklung der bankenunabhängigen Anbieter von Research ist in den USA u. a. durch die dort am stärksten geänderten regulatorischen Rahmenbedingungen sowie durch die verpflichtende Einschaltung und Finanzierung von unabhängigen Researchanbietern als Ergebnis des Global Settlement in Höhe von 432,5 Mio. US\$ über fünf Jahre zu erklären. Im Ergebnis haben sich in den USA Vermittlungsplattformen von Research unabhängig von den Banken entwickeln können, die der Vorstellung eines idealen Marktes für Researchstudien bereits nahe kommen. Für die weitere positive Entwicklung eines bankenunabhängigen Research in Europa wird das Unbundling, d. h. die Entflechtung gegenwärtig unter einem Vertrag und zu einem Preis durch die Investmentbanken ihren institutionellen Kunden angebotener Dienstleistungen (Orderausführung, IT-Systeme, Research etc.) und die damit verbundene fehlende Bereitschaft der Investoren, für Research direkt zu bezahlen, von zentraler Bedeutung sein. In Teil VI4 wurde ein Modell eingeführt, anhand dessen sich die zukünftigen Erfolgsaussichten von bankenunabhängigem Research ableiten lassen.

Teil VII fasst die Auswirkungen der neuen Vorgaben zur Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen auf die Investmentbanken, die bankenunabhängigen Researchanbieter, die Emittenten, die Anleger sowie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zusammen. Im täglichen Arbeitsalltag der Analysten führt die bis auf wenige Fälle untersagte Zusammenarbeit der Analysten mit dem Investmentbanking zu einer Ausweitung der Zusammenarbeit mit dem Sales- und Trading-Bereich. Darüber hinaus ist ein verstärkter Trend zur direkten Kommunikation der Analysten mit den institutionellen Investoren der Sales-Abteilungen zu konstatieren.

Die Anleger sehen sich derzeit mit einer abnehmenden Researchcoverage der Investmentbanken, insbesondere bei Unternehmen mit geringerer

Marktkapitalisierung, konfrontiert. Dabei können die Anleger davon ausgehen, dass die Gefahr, dass Research durch Interessenkonflikte der Banken oder Analysten beeinflusst ist, sich insgesamt verringert hat und dass auf mögliche Interessenkonflikte im Rahmen der Offenlegung hingewiesen wird. Eine Rechtfertigung der ergriffenen regulatorischen und organisatorischen Maßnahmen aufgrund von empirischen Befunden gestaltet sich bisher jedoch als äußerst schwierig.

Die Bedeutung der Analystencoverage für einzelne Emittenten liegt vor allem in der Interpretation, Filterung und Transformation der relevanten Unternehmensdaten durch die Analysten für andere Kapitalmarktteilnehmer und, damit verbunden, in der Öffnung eines breiteren Anlegerhorizonts für die eigenen Aktien oder andere emittierte Finanzinstrumente. In Deutschland ist derzeit ein rückläufiger Trend der Analystencoverage zu beobachten. Laut StarMine wurden in 2004 ca. 30 % weniger deutsche Aktien analysiert als noch in 2003. Das Zusammenspiel aus Verschärfung der regulatorischen Rahmenbedingungen mit der Folge zusätzlicher Kosten bei den Researchabteilungen der Investmentbanken und der geänderten Marktbedingungen ist für einen Rückgang der Researchcoverage durch die Investmentbanken verantwortlich zu machen.

Schließlich wurden auf Basis der in dieser Arbeit vorgestellten Überlegungen zum sachgerechten Umgang mit Interessenkonflikten bei der Erstellung und Verbreitung von Research zehn Empfehlungen für die zukünftige Gestaltung der Rahmenbedingungen für Finanzanalysten formuliert. So ist zu empfehlen, zum Zweck der Nachvollziehbarkeit für alle Regulierungsvorhaben eine Kosten-Nutzen-Analyse durchzuführen, die plausibilisiert und veröffentlicht werden sollte. Ferner sollten die Überlegungen zum „Unbundling“ von Research mit dem Ziel, ein „Level Playing Field“ für bankenunabhängige Anbieter von Research – ggf. unter Einsatz zusätzlicher Regulierung – zu schaffen, weiterentwickelt werden. Zudem sollten einheitliche europäische Standards für die Zusammenarbeit von Analysten mit dem Investmentbanking sowie für den Einsatz von Black Out Periods – vorzugsweise im Wege der Selbstregulierung – geschaffen werden.

Insgesamt kommt die Arbeit zu folgendem Ergebnis: Sofern man die Idee von Universal- und Investmentbanken aus ökonomischen Gründen akzeptiert, wird es in Banken immer zu Interessenkonflikten bei der Leistungserbringung kommen können; dies gilt auch für die Researcherstellung und -verbreitung. Aber auch bankenunabhängige Anbieter von Research sind nicht völlig frei von Interessenkonflikten. Die eigentliche Herausforderung besteht darin, die Interessenkonflikte zu managen. In diesem Sinne befinden sich die Finanzanalysten in einem Spannungsfeld zwischen Objektivität und Interessenkonflikten.

Frankfurt, den 12. Februar 2006

Anlage 1 – Beispiel einer Research-Konfliktmanagement-Policy

Research Conflict Policy

London Rick Levitt +44 (0)20 7475 2546

1 July 2004, Research Conflict Policy Dresdner Kleinwort Wasserstein

Dresdner Kleinwort Wasserstein Securities Limited, Regulated by FSA and a Member Firm of the London Stock Exchange PO Box 560, 20 Fenchurch Street, London EC3P 3DB. Telephone: +44 20 7623 8000 Telex: 916486 Registered in England No. 1767419 Registered Office: 20 Fenchurch Street, London EC3P 3DB. A Member of the Dresdner Bank Group.

1. Scope

This policy applies to all research documents published by Dresdner Kleinwort Wasserstein ("DrKW") under the DrKW Research banner.

2. Purpose

This policy is intended to ensure that DrKW Research is produced in a control environment which properly manages the potential conflicts which may arise from other interests and activities of DrKW. The management of the Research Department believes that this policy plays an important role in maintaining and enhancing the integrity, quality and reputation of DrKW Research for investment clients.

3. Principles

This policy is based on the following principles:

- DrKW and its research analysts should observe high standards of professionalism, integrity and ethical behaviour.
- The organisational and management structure of DrKW and its Research Department should safeguard research analysts from being influenced by other business units with potentially conflicting interests.
- DrKW Research should not be influenced by potential conflicts arising from the appraisal and compensation arrangements for research analysts.
- DrKW Research should not be influenced by potentially conflicting interests of DrKW or its clients.
- DrKW Research should not be influenced by potentially conflicting personal interests of its research analysts.
- DrKW Research should contain appropriate disclosures of material potential conflicts arising from the interests of DrKW and the research analysts who prepared the research.

4. Organisation and Management

DrKW is organised into two main business lines: Capital Markets, which services DrKW's investment clients and includes DrKW's securities trading activities; and Corporate Finance and Origination ("CFO"), which provides advisory, broking and origination services to DrKW's corporate clients. DrKW's Research Department is a separate business unit within the Capital Markets business line.

The Research Department is managed by the Global Head of Research, who

is also the Global Head of Equity Sales. Supporting the Global Head of Research are two Deputy Heads of Research and a senior management team (collectively referred to as "Research Management") who are responsible for the overall management and operation of the Research Department. Research analysts should not report to and should not be supervised or controlled by any person with potentially conflicting interests. Research Management should be responsible for the appraisals and compensation arrangements of all research analysts.

5. Systems, Controls and Procedures

5.1 Professionalism

Research analysts should achieve high standards of professionalism, integrity and ethical behaviour. They should form their opinions after careful investigation and analysis of information that is reasonably considered to be accurate and reliable. The results of their analysis and the opinions they have formed should be presented in a manner which is clear, fair and not misleading. Guidance regarding the verification of information and the appropriate presentation of facts and opinions should be made available to research analysts and all research notes should be reviewed by experienced supervisors before they are published.

5.2 Appraisals and remuneration

Any person with potentially conflicting interests, such as an investment banker or a proprietary trader, should not be responsible for conducting the appraisal of a research analyst. The performance of research analysts should not be assessed on the basis of factors which would be likely to influence the opinions expressed in their research. The remuneration of research analysts should not be based directly on CFO revenues, proprietary trading revenues or the revenues from specific transactions.

5.3 Investment clients' interests

Research analysts should always act in the interests of investment clients who are the intended recipients of their research. They should not allow their analysis and opinions to be influenced in favour of potentially conflicting interests of DrKW or of the subject of the research. Where research analysts are aware of any such interests, they should disregard them in the preparation of their research. Any attempt to influence their analysis or opinions in favour of such interests should be reported to Research Management and Compliance immediately.

5.4 DrKW's interests

Employees with potentially conflicting interests should not use specific research coverage, a specific rating or a change in rating as an inducement in the context of a business relationship. Employees with potentially conflicting interests should not offer an inducement to or pressurise a research analyst in order to secure specific research coverage, a specific rating or a change in rating.

5.5 Research analysts' personal interests

A research analyst should not hold any investment in a company which they cover or any other company for which they contribute to or influence the research coverage. A research analyst should not be a director, officer or employee of or receive any form of consultancy, payment for services or other

reward from any such company. These restrictions should also apply to closely connected persons of the research analyst.

5.6 External interests

Specific research coverage, a specific rating or a change in rating should not be used as an inducement in the context of a business relationship with a corporate finance client or an investment client. Research analysts should not publish research, a specific rating or a change in rating on the basis of an inducement or pressure from a covered company or an investment client.

5.7 Involvement in other business activities

A research analyst should not become involved in other business activities in a manner which is likely to give the impression that they are intending to further the interests of either the CFO business line or an issuer of securities for the benefit of CFO. In particular, a research analyst should not act in a marketing capacity for CFO or for a securities offering or other transaction promoted by CFO or a client of CFO, or participate actively in any event to further the interests of a covered company which is organised, promoted or supported by CFO.

Where practicable, a research analyst should not participate in meetings or discussions with both CFO and a client or potential client of CFO. If this is not practicable, subject to local regulatory requirements, the prior approval of Research Management and Compliance and certain precautions to safeguard the research analyst's opinions from being influenced by potentially conflicting interests, a research analyst may be allowed to participate in such meetings or discussions in order to present and discuss their views on the market, sector and companies within it. In doing so a research analyst may present and discuss approaches to valuation, multiples, ratings and spreads and hypothetical valuations, multiples, ratings or spreads derived from them. However, a research analyst should not discuss specific proposed valuations, multiples, price targets, ratings, spreads or recommendations with CFO or a client or potential client prior to their publication.

A research analyst should perform appropriate due diligence on prospective flotation, new issue and broking clients of CFO to enable them to form an opinion about the potential interest of investment clients in the prospective CFO client and transaction. In doing so, the research analyst may communicate their general views and opinions, including hypothetical valuations, multiples, ratings or spreads ranges, to CFO and the prospective client.

5.8 Information barriers

A Chinese wall should be maintained between Capital Markets, including the Research Department, and CFO, which should prevent Capital Markets staff from becoming aware of confidential information about corporate clients and transactions unless a wall-crossing is properly authorised and recorded. An information barrier should also be maintained around the Research Department, which should contain information about forthcoming research and changes in material opinions, recommendations, price targets and forecasts until the research is made available to clients in an appropriate manner.

5.9 Coverage and recommendations

Research coverage decisions should be determined by Research Management and, within parameters set by Research Management, research analysts, having regard to the interests of investment clients. In making such decisions, representations from investment clients and other business units of DrKW (including investment bankers) may be taken into account. Research recommendations should be determined in accordance with guidelines issued by Research Management, subject to properly justified exceptions which should be reviewed by experienced supervisors before publication.

5.10 Preparation and review of research

DrKW Research should be based on factual information which is reasonably believed to be reliable, complete and accurate and opinions should be clearly distinguished from facts. An employee in a business unit outside the Research Department (particularly an investment banker), a covered company or an investment client should not be allowed to influence the opinions expressed by a research analyst in favour of their own potentially conflicting interests. Such an employee or a covered company may be asked to review a research document to confirm the accuracy of factual information on which a research analyst's opinions are based.

5.11 Disclosures in research

DrKW Research should include appropriate disclosures about DrKW's relationship with the covered company, significant potential conflicts arising from DrKW's interests and disclosures about the ratings used in DrKW Research.

5.12 Publication of research

DrKW Research should be published in a manner which provides fair treatment for the investment clients who are the intended recipients of the research document, having regard to any particular preferences of those clients which DrKW has been made aware of. DrKW Research should not be made available to selected investment clients before it is made available generally to those investment clients who DrKW believes have an interest in receiving it. DrKW Research should not be made available to persons outside the Research Department before it is made available to investment clients. In the context of transactions being undertaken by clients of CFO or matters relating to the proprietary interests of the Allianz Group, DrKW may prohibit or restrict the publication of DrKW Research in order to protect the interests of investment clients, to comply with legal and regulatory obligations or to manage DrKW's legal, regulatory and reputational risks. Instructions on the timing and duration of such prohibitions or restrictions are issued by Compliance after taking account of legal advice, regulatory requirements and normal market practice.

5.13 Exceptions

Any exceptions to this policy should be approved in advance by both Research Management and Compliance. Where such exceptions are authorised, Research Management and Compliance should ensure that appropriate safeguards exist to protect the interests of the investment clients who are the intended recipients of the research document concerned.

6. Important notice

This policy is made available for information purposes only pursuant to regulatory obligations applicable to DrKW. It may be amended or withdrawn without notice. It does not constitute part of the contractual terms and conditions for clients who conduct business with DrKW, nor does it form the basis of or constitute part of any agreement with any party regarding the way in which DrKW organises itself and manages its business. DrKW does not accept any responsibility or liability for any reliance placed on it by any party.

Anlage 2 – Empfehlungssysteme der Top-10-Research-Investmentbanken in 2005 für Aktien

Investment-bank ⁹⁸⁸	Empfehlungsaussagen in 2001	Empfehlungsaussagen in 2006
UBS	Angaben liegen nicht vor	Buy 1, Buy 2 (Buy) Neutral 1, Neutral 2 (Hold) Reduce 1, Reduce 2 (Sell)
Merrill Lynch	Buy Accumulate Neutral Reduce Sell	Buy Neutral Sell
Morgan Stanley	Strong Buy Outperform Neutral Underperform	Overweight Equal-Weight Underweight
Deutsche Bank	Strong Buy Buy Market Perform Underperform	Buy Hold Sell
Smith Barney Citigroup	Angaben liegen nicht vor	Buy Hold Sell ⁹⁸⁹
JPMorgan-Chase	Buy Long-Term-Buy Market Performer Market Underperformer	Overweight Neutral Underweight
Credit Suisse First Boston	Strong Buy Buy Hold Sell	Outperform Neutral Underperform
Goldman Sachs	Recommended Purchase List Trading Buy Market Outperformer Market Performer Market Underperformer	Outperform In-Line Underperform
Lehman Brothers	Angaben liegen nicht vor	Overweight Equal weight Underweight
Dresdner Kleinwort Wasserstein	Kaufen Aufstocken Halten Reduzieren Verkaufen	Buy Add Hold Reduce Sell

Quelle: Alic, Holger: „Was Analysten meinen, wenn sie „Kaufen“ sagen“, in: Handelsblatt, 08.05.2001, S. 46, o. A.: „Wenn Analysten Klartext reden“, in: Euro am Sonntag, 9.09.2001, S. 9⁹⁹⁰, Unternehmenswebseiten Februar 2006

⁹⁸⁸ Die Auswahl der Top-10-Research-Teams erfolgte gemäß dem Research Ranking „Global Research Team 2003“ durch die Zeitschrift „Institutional Investor“. www.institutionalinvestor.com

⁹⁸⁹ Zusätzlich wird ein sogenanntes Risk Rating eingesetzt: „Risk ratings, which take into account both price volatility and fundamental criteria, are: Low (L), Medium (M), High (H), and Speculative (S).“

⁹⁹⁰ Vgl. Göres 2004, S. 67 ff. für eine ausführlichere Darstellung der Empfehlungssysteme im Jahr 2001

Anlage 3 – Beispiel eines globalen Disclosure und eines lokalen Disclosure zur Offenlegung von Interessenkonflikten

Globaler Offenlegungstext (global Disclosure)

Deutsche Bank AG Disclosour Listing⁹⁹¹

- 1 Within the past year, Deutsche Bank and/or its affiliate(s) has managed or co-managed a public offering for this company, for which it received fees.
- 2 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) makes a market in securities issued by this company.
- 3 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) acts as a corporate broker or sponsor to this company.
- 4 The research analyst(s) or an individual who assisted in the preparation of this report (or a member of his/her household) has a direct ownership position in securities issued by this company or derivatives thereof.
- 5 The research analyst (or, in the US, a member of his/her household) is an officer, director, or advisory board member of this company.
- 6 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) owns one percent or more of any class of common equity securities of this company calculated under computational methods required by US law.
- 7 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) has received compensation from this company for the provision of investment banking or financial advisory services within the past year.
- 8 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services from this company in the next three months.
- 10 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) holds more than five per cent of the share capital of the company whose securities are subject of the research, calculated under computational methods required by German law (data as of the last trading day of the past month).
- 11 Please see special disclosure text.
- 13 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) holds a trading position, as that term is defined by German law, in shares of the company whose securities are subject of the research.
- 14 Deutsche Bank and/or its affiliate(s) has received non-investment banking related compensation from this company within the past year.
- 15 This company has been a client of Deutsche Bank Securities Inc. within the past year, during which time it received non-investment banking securities-related services.
- 16 A draft of this report was previously shown to the issuer (for fact checking purposes) and changes were made to the report before publication.
- 17 Deutsche Bank and or/its affiliate(s) has a significant Non-Equity financial interest (this can include Bonds, Convertible Bonds, Credit Derivatives and Traded Loans) where the aggregate net exposure to the following issuer(s), or issuer(s) group, is more than 25m Euros.

Quelle: Deutsche Bank AG, Frankfurt

⁹⁹¹ Die Textbausteine mit den Nummern 9 und 12 wurden mit dem Inkrafttreten des AnSVG ersatzlos gestrichen.

Lokaler deutscher Offenlegungstext (local Disclosure)

1. Die Deutsche Bank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.
2. Die Deutsche Bank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen.
3. Die Deutsche Bank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen haben innerhalb der vergangenen 12 Monate mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrument Gegenstand der Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über Investmentbanking - Dienstleistungen getroffen oder auf Grund einer solchen Vereinbarung Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.
4. Die Deutsche Bank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten an der Gesellschaft, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Beteiligung von mehr als 5 Prozent des Grundkapitals.
5. Die Deutsche Bank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten an den Aktien des Emittenten, der bzw. dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
6. Die Deutsche Bank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen haben Aktien des Emittenten, der bzw. dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, im Handelsbestand.
7. Die Finanzanalyse wurde vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
8. Der Ersteller der Finanzanalyse oder sonstige für die Deutsche Bank AG an der Erstellung mitwirkende Unternehmen oder Personen erhalten oder erwerben vor Emission Anteile an dem von der Finanzanalyse betroffenen Emittenten. Datum des Erwerbs: [Datum einsetzen]. Preis: [Preis der Anteile].

Quelle: Deutsche Bank AG, Frankfurt

Anlage 4 – Nach § 34 c WpHG der BaFin angezeigte Finanzanalysten

Nr.	Anzeigende Person nach § 34 c WpHG
1.	accentus Vermögensberatung GmbH
2.	Adiuventa GmbH
3.	aktiencheck.de AG
4.	AktienEinblick.de e. K.
5.	Aktienmarkt.NET AG
6.	Akua Financial Strategy GmbH
7.	arto Medien GbR
8.	Aton International Limited, Zypern
9.	Bardtke-Trading
10.	BHF Capital Management GmbH
11.	Blue Fairy GmbH
12.	BörseGo GmbH
13.	bp independent research GmbH
14.	CdC Capital AG
15.	Deibert, Volker
16.	Dr. Martin J. Schnee
17.	Dresdner Kleinwort Wasserstein Research GmbH
18.	Eckstein, Johannes
19.	edicto GmbH
20.	EQUI.TS GmbH
21.	equinet Institutional Services AG
22.	EquiVal GmbH & Co. KG
23.	fairesearch GmbH & Co. KG
24.	First Berlin Investmentberatungsgesellschaft mbH
25.	FondsConsult Research AG
26.	General Research GmbH
27.	German Business Concepts GmbH
28.	Globalyze KG
29.	GSC Research GmbH
30.	Hasenkamp, Wolfram K.A.
31.	Hiebl, Dr. Maximilian
32.	Independent Research GmbH
33.	Investor Relations Consult
34.	IRIC GmbH Investment Research in Change
35.	Kalliwoda, Dr. Norbert
36.	Kayenburg AG
37.	LuxResearch S.A.
38.	M. R. Finanzmarktberatung GmbH
39.	Mäckler Research & Advisory
40.	Manuel Neumann
41.	MIDAS Research GmbH
42.	Neo-Trade GmbH
43.	Oppenheim Research GmbH
44.	PERFORMAX trading solutions development GbR - Wenzel/Dutine
45.	Performaxx Research GmbH
46.	Proventa Capital Advisors GmbH
47.	R. Hahn, M. Boujataoui & A. Lambrou GbR
48.	Rehmet Capital KG
49.	Salomon, Stefan
50.	SBFA Investment Research Hans-Joachim Pilz
51.	Schneekloth, Curtis
52.	Scope Analysis open ended funds GmbH

Nr.	Anzeigende Person nach § 34 c WpHG
53.	SES Rating GmbH
54.	SES Research GmbH
55.	SRC Scharff Research und Consulting GmbH
56.	Staud Research GmbH
57.	std informationsservice GmbH
58.	Suo Tempore L.L.C.
59.	Suo Tempore, Inc.
60.	Thomaschowski, Dieter
61.	Trion GmbH
62.	Tsuda, Akihiko Matthias
63.	Ullmann, Schmidt & Co.
64.	Vara Research GmbH
65.	Wachovia Capital Markets, LLC
66.	Wachovia Securities International Limited

Quelle: BaFin, 30.11.2005

Anlage 5 – Ausgewerteter Fragebogen zum „Umgang mit Interessenkonflikten von Analysten in Universal- und Investmentbanken“

Der Fragebogen wurde im Januar 2006 an die jeweiligen Compliance Officer von insgesamt zehn in Deutschland tätigen Investment- und Universalbanken versandt. Von den zehn angeschriebenen Banken antworteten sieben. Die Ergebnisse der Befragung sind im Folgenden aggregiert und anonymisiert dargestellt, wobei die Zahlen in der Tabelle die Anzahl der jeweiligen Antwort angeben.

I. Prozess der Finanzanalyseerstellung und -verteilung für Privatkunden

1. Haben Privatkunden in Ihrem Hause Zugriff auf Finanzanalysen (FA)?

Ja, alle Privatkunden	Ja, aber nur ausgewählte Kundengruppen	Nein	Keine Angabe
3	2	2	0

2. Sofern Privatkunden Zugriff auf hausinterne Finanzanalysen haben, wie kann man dies klassifizieren?

Identisch mit FA für institutionelle Kunden	Ausschließlich für Privatkunden erstellte FA	Auf Grundlage von FA für institutionelle Kunden angepasste FA für private Kunden (Sekundäranalysen)	Keine Angabe
0	2	3	2

3. Stellt Ihr Haus Finanzanalysen Dritter für Privatkunden zur Verfügung? (Mehrfachnennung möglich)

Ja, von anderen Banken	Ja, von bankenunabhängigen Anbietern	Nein	Keine Angabe
0	0	5	2

4. Sofern Sekundäranalysen erstellt werden, wie lange ist die Zeitverzögerung bei der Verteilung gegenüber dem institutionellen Research?

< 2 Stunden	< 8 Stunden	< 24 Stunden	> 24 Stunden	Keine Angabe
2	0	1	0	4

5. Sofern Sekundäranalysen erstellt werden, kann es zu Abweichungen zwischen den Empfehlungsaussagen in einem Titel für institutionelle und private Kunden kommen?

Ja	Nein	Keine Angabe
2	3	2

II. Prozess der Researcherstellung und -verteilung für institutionelle Kunden

1. Wann werden die Sales-Abteilungen in Ihrem Hause über die Verteilung von FA an institutionelle Kunden informiert?

Mehr als 4 Stunden vor Verteilung	Kurzfristig vor Verteilung	Werden nicht vor der Verteilung informiert, frühestens gleichzeitig mit der Verteilung	Keine Angabe
0	0	6	0

2. Steuern nach Ihrer Erfahrung die institutionellen Kunden ihren Orderflow gezielt in Abhängigkeit der Güte der bereitgestellten FA?

Ja	Teilweise	Nein	Keine Angabe
1	2	3	1

3. Ihr Haus erachtet die Information des analysierten Emittenten kurz vor Veröffentlichung der fertigen FA über das Ergebnis der Analyse als ...

Erforderlich	Wünschenswert	Nicht erforderlich	Keine Angabe
1	2	3	1

4. Wurden fertige FA bereits vor dem Jahr 2000/2001 vor Veröffentlichung grundsätzlich von einem erfahrenen Analysten gegengelesen (Vier-Augen-Prinzip)?

Ja	Teilweise	Nein	Keine Angabe
6	1	0	0

III. Interessenkonflikte

1. Werden in Ihrem Hause die eigenen Aktien oder eigene Anleihen durch das hauseigene FA gecovert?

Ja	Teilweise	Nein	Keine Angabe
0	0	6	1

2. Wird der Umstand, dass mit der Erstellung einer FA begonnen wird, in der Watch List festgehalten?

Ja	Teilweise	Nein	Keine Angabe
3	0	4	0

Eine der Banken, die hier die Watch List nicht einsetzen, überwacht jedoch nach eigenen Angaben bei Empfehlungsänderungen den Handel gesondert.

3. Werden Finanzanalysen in Ihrem Hause grundsätzlich einem Konfliktcheck (Researchclearing) ausgesetzt?

Ja	Nein	Keine Angabe
7	0	0

4. Werden in Ihrem Hause anlassbezogen Gespräche zwischen Analysten und Investmentbankern durch Compliance oder andere Abteilungen besonders überwacht (Chaperoning)?

Ja	Teilweise	Nein	Keine Angabe
3	3	1	0

5. Wird in Ihrem Hause der E-Mail-Verkehr zwischen der Researchabteilung und dem Investmentbanking überwacht bzw. blockiert?

Ja	Nein	Keine Angabe
2	5	0

6. Sofern dies nicht erfolgt, ist in Ihrem Hause geplant, die E-Mails zwischen der Researchabteilung und dem Investmentbanking zu überwachen?

Ja	Nein	Keine Angabe
0	5	0

7. Berichtete die Researchabteilung in Ihrem Hause vor dem Jahr 2000/2001 an die Investmentbankingabteilung?

Ja	Nein	Keine Angabe
0	7	0

8. Berichtet die Researchabteilung in Ihrem Hause derzeit an die Investmentbankingabteilung?

Ja	Nein	Keine Angabe
0	7	0

IV. Finanzierung der Researchabteilung

1. Wie wurde die Researchabteilung in Ihrem Hause vor dem Jahre 2000/2001 finanziert? (Mehrfachnennung möglich)

Allg. Kosten- umlage auf alle Bank- bereiche	Kosten- umlage auf ausgewählte Bankbereiche	Kosten- umlage auf einen Bank- bereich	Research als Profit Center, d. h. Nutzung interner Preise	Durch Emittenten	Keine Angabe
0	3	0	3	1	2

2. Falls die Researchabteilung in Ihrem Hause nur durch einen Bereich finanziert wurde, um welchen handelte es sich?

Hier wurde der Geschäftsbereich Sales und Trading genannt.

3. Wie wird die Researchabteilung in Ihrem Hause derzeit finanziert? (Mehrfachnennung möglich)

Allg. Kosten- umlage auf alle Bank- bereiche	Kosten- umlage auf ausgewählte Bankbereiche	Kostenum- lage auf einen Bank- bereich	Research als Profit Center, d. h. Nutzung interner Preise	Durch Emittenten	Keine Angabe
0	3	0	3	1	2

4. Falls die Researchabteilung in Ihrem Hause nur durch einen Bereich finanziert wird, um welchen handelt es sich?

Hierzu wurden keine Angaben gemacht.

5. Wie bezahlen Ihre privaten Kunden für den Zugriff auf FA?

Indirekt über allg. Gebühren	Direkt über separate Rechnung	Keine Angabe
5	0	2

6. Sind hier Änderungen geplant? Falls ja, welche?

Ja	Nein	Keine Angabe
0	4	3

7. Wie bezahlen Ihre institutionellen Kunden für den Zugriff auf FA?

Indirekt über allg. Gebühren	Direkt über separate Rechnung	Keine Angabe
6	0	1

8. Sind hier Änderungen geplant? Falls ja, welche?

Ja	Nein	Keine Angabe
2	3	2

Die gegenwärtige Diskussion zum „Unbundling“ wurde mehrfach als Änderungsgrund angeführt.

Anlage 6 – Ausgewerteter Fragebogen über „Die Zukunft der Wertpapieranalyse aus Emittentensicht“

Der Fragebogen wurde im Frühjahr 2004 an die Investor-Relations-Abteilungen von 162 Unternehmen des Dax 30, MDax, SDax und TecDax versandt. Von den angeschriebenen Unternehmen antworteten 29 (Dax 30 - 9 Antworten, MDax - 12 Antworten, SDax - 4 Antworten, TecDax - 5 Antworten). Die Ergebnisse der Befragung sind im Folgenden aggregiert und anonymisiert dargestellt, wobei die Zahlen in der Tabelle die Anzahl der jeweiligen Antwort angeben.

1. Durch wie viele Analysten wird Ihr Unternehmen momentan mit regelmäßigem Aktienresearch gecovert?

Unbekannt	0	1 < 3	4 < 6	7 < 9	>= 10
0	0	0	3	2	24

2. Befinden sich unter diesen unabhängige, d. h. nicht bei Banken angestellte Analysten? Falls ja, wie viele?

Unbekannt	Nein	1 < 3	4 < 6	7 < 9	>= 10
1	6	20	2	0	0

3. Durch wie viele Analysten wurde Ihr Unternehmen im Jahr 2000 mit regelmäßigem Aktienresearch gecovert?

Unbekannt	0	1 < 3	4 < 6	7 < 9	>= 10
3	1	1	3	2	19

4. Befanden sich im Jahr 2000 unter diesen unabhängige, d.h. nicht bei Banken angestellte Analysten? Falls ja, wie viele?

Unbekannt	Nein	1 < 3	4 < 6	7 < 9	>= 10
5	12	12	0	0	0

5. Wie wichtig ist Ihnen die regelmäßige Researchcoverage Ihres Unternehmens?

Irrelevant	Wenig relevant	Indifferent	Wichtig	Sehr wichtig
0	0	0	7	22

6. Wie wichtig ist Ihnen die regelmäßige Researchcoverage Ihres Unternehmens durch Bankenanalysten?

Irrelevant	Wenig relevant	Indifferent	Wichtig	Sehr wichtig
0	0	0	6	22

7. Wie wichtig ist Ihnen die regelmäßige Researchcoverage Ihres Unternehmens durch unabhängige, d. h. nicht bei Banken angestellte Analysten?

Irrelevant	Wenig relevant	Indifferent	Wichtig	Sehr wichtig
1	7	8	0	5

8. Wie würden Sie die Researchberichte von unabhängigen Analysten im Vergleich mit Analysten der Banken einschätzen? Halten Sie die unabhängigen Analysten für?

Objektiver	Genauso objektiv	Weniger objektiv
0	24	1

9. Wären Sie bereit, für die regelmäßige Researchcoverage durch Analysten einer Bank zu bezahlen?

Ja	Nein
1	28

10. Welchen Preis würden Sie für vier Researchberichte p. a., erstellt von einem Bankenanalysten, für angemessen halten?

0 < 10.000	10.000 < 25.000	25.000 < 50.000	50.000 < 75.000	> 75.000
2	3	0	0	0

11. Wären Sie bereit, für die regelmäßige Researchcoverage durch unabhängige Analysten zu bezahlen?

Ja	Nein
1	28

12. Welchen Preis würden Sie für vier Researchberichte p. a., erstellt von einem unabhängigen Analysten, für angemessen halten?

0 < 10.000	10.000 < 25.000	25.000 < 50.000	50.000 < 75.000	> 75.000
2	3	0	0	0

13. Wie fühlen Sie sich über die verschiedenen Anbieter von unabhängigem Research im Markt unterrichtet?

Gar nicht	Zu wenig	Ausreichend	Gut	Sehr gut
1	10	15	3	0

14. Würden Sie eine zentrale (Internet-)Plattform mit der Möglichkeit der Nachfrage und des Angebots von Researchstudien unterschiedlichster Analysten(-Häuser) zu einzelnen Unternehmen für sinnvoll halten?

Nein	Eher nicht	indifferent	Unter Umständen	Ja
3	2	5	10	9

15. Für wie bedeutsam schätzen Sie das Vorhaben der Einführung eines Aktienratings in Deutschland durch das Deutsche Aktieninstitut (DAI) für Ihr Unternehmen ein?

Unbekannt	Irrelevant	Nebensächlich	Indifferent	Relevant	Wichtig	Sehr wichtig
3	3	10	7	1	3	1